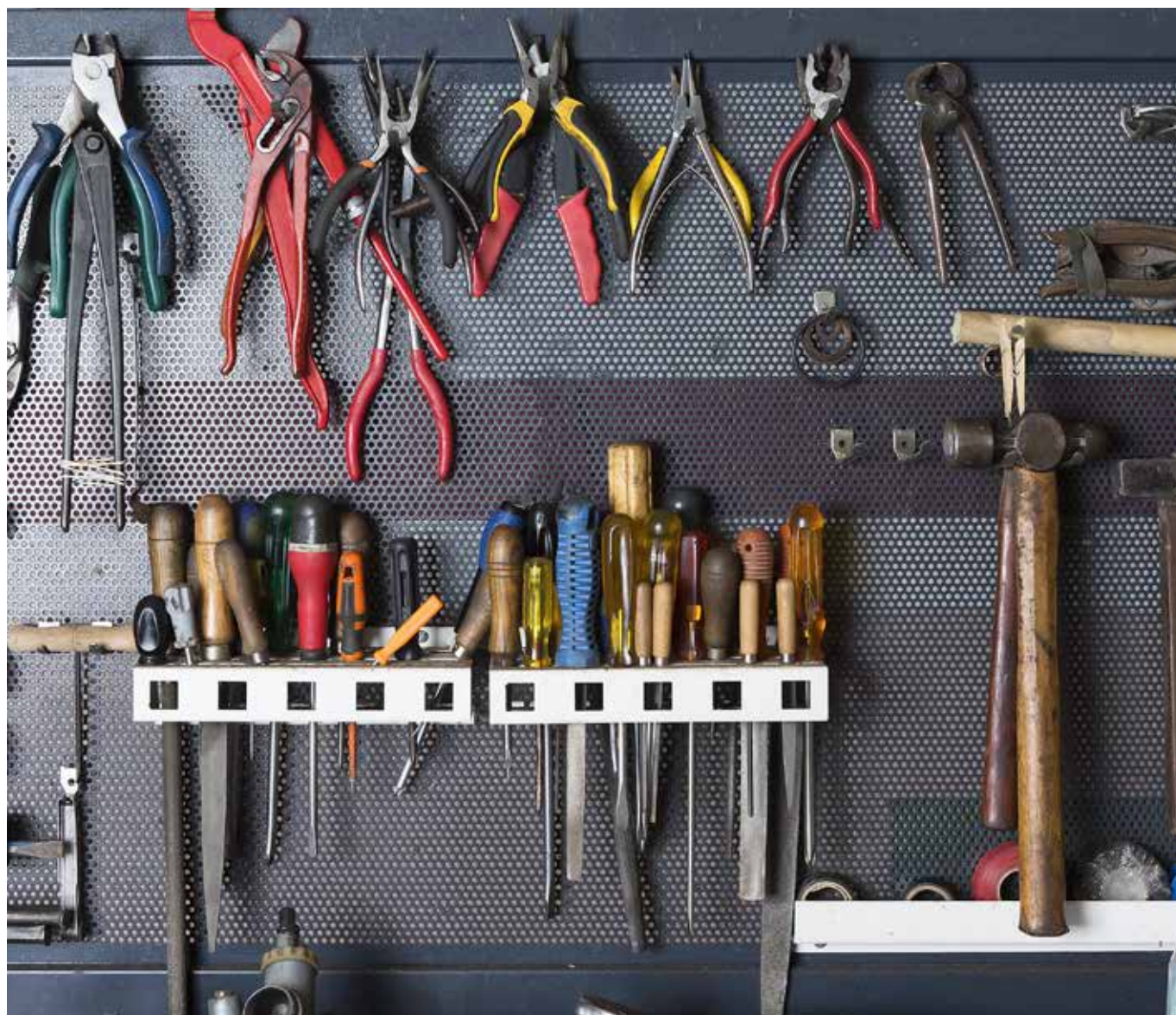


# Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee

Una guida pratica al reperimento di finanziamenti  
tramite prestiti, obbligazioni e capitale



## Declinazione di responsabilità

---

La presente guida ha esclusivamente fini informativi generali e non vi si deve fare affidamento in quanto consulenza legale, finanziaria, di fiscalità degli investimenti, normativa o professionale di altro tipo. Gli utenti della guida dovrebbero richiedere un'apposita consulenza indipendente prima di stipulare qualsivoglia operazione finanziaria. Sebbene le informazioni contenute nella presente guida siano tratte da fonti ritenute affidabili, AFME non dichiara né garantisce la loro accuratezza o completezza; AFME e i suoi dipendenti e consulenti non si assumeranno alcuna responsabilità derivante da o correlata all'uso della presente guida o dei suoi contenuti.

**Settembre 2015**

# Sommario

---

<b>Prefazione</b>	<b>2</b>
<b>1. Introduzione</b>	<b>4</b>
<b>2. Quale tipo di finanziamento?</b>	<b>6</b>
<b>3. Opzioni di finanziamento tramite prestiti</b>	<b>7</b>
3.1 Prestiti di banche e non banche	7
3.2 Leasing / finanziamenti su macchinari	12
3.3 Finanziamenti mediante anticipi su fatture	12
3.4 Trade finance	13
3.5 Prestiti peer-to-peer e crowdfunding	15
<b>4. Emissioni obbligazionarie per le PMI più grandi</b>	<b>17</b>
<b>5. Raccolta di capitale</b>	<b>20</b>
5.1 Familiari e amici	20
5.2 Equity crowdfunding	20
5.3 Angel investor	21
5.4 Capitale di rischio e private equity	22
5.5 Quotarsi in borsa: requisiti, processo e tempistica della procedura di quotazione	24
<b>6. Piani di sostegno paneuropei e governativi per le PMI</b>	<b>28</b>
6.1 Programmi paneuropei	28
6.2 Informazioni sulle banche nazionali per lo sviluppo	30
<b>Appendice 1: link utili per le PMI</b>	<b>34</b>
<b>Appendice 2: panoramica sui programmi paneuropei e nazionali di assistenza alle PMI</b>	<b>38</b>
<b>Appendice 3: requisiti di Borsa per titoli azionari e obbligazioni</b>	<b>42</b>
<b>Appendice 4: Banca dati: dimensioni dei mercati dei finanziamenti tramite prestiti e capitale alle PMI</b>	<b>44</b>
<b>Contacts</b>	<b>48</b>



## Prefazione

---

Sono lieto di presentare, a nome di AFME, questa nuova guida rivolta alle PMI di tutta Europa, con informazioni pratiche su come reperire finanziamenti da fonti diverse. Tradotta in numerose lingue europee, la guida aiuterà molti imprenditori del continente a prendere decisioni informate in merito alla tipologia di finanziamento più idonea per la loro azienda. I prestiti erogati da banche e "non banche", incluse le forme di finanziamento alternative, quali credito su fatture, trade finance, leasing e l'emissione di obbligazioni per le PMI più grandi, nonché l'emissione di capitale azionario - IPO, capitale di rischio, private equity, piattaforme P2P e crowdfunding - sono tutte soluzioni che possono soddisfare i fabbisogni di contanti delle aziende esistenti e in crescita. Crediamo che questa sia la prima guida veramente paneuropea ai finanziamenti delle PMI, contenente anche un elenco dettagliato delle organizzazioni e dei piani di supporto alle PMI a livello delle singole nazioni e paneuropei.

AFME e i suoi membri desiderano partecipare attivamente alle iniziative volte al miglioramento della crescita in Europa. I nostri membri, operatori dei mercati dei capitali all'ingrosso, costituiscono il collegamento tra le aziende di tutte le dimensioni e un'ampia gamma di tipologie di investitori. Crediamo che le competenze che hanno messo a disposizione nella preparazione di questa guida possano fornire nuove e preziose idee alle aziende europee che desiderano trovare il modo migliore per accedere ai diversi tipi di finanziamento.

Questa guida è una delle molteplici iniziative di AFME a sostegno del programma di crescita europeo. AFME e Boston Consulting Group hanno recentemente pubblicato uno studio relazione dal titolo "Bridging the growth gap - Pareri degli investitori sui mercati dei capitali europei e statunitensi e su come questi influenzano gli investimenti e la crescita economica", che ha messo in evidenza come le fonti di finanziamento alternative per le PMI - soprattutto sotto forma di capitale, ad esempio i finanziamenti mediante capitale di rischio e angel investor - siano ancora poco sviluppate in Europa. Abbiamo preparato questa guida per aiutare le PMI europee nelle operazioni di raccolta dei capitali, mediante prestiti e tramite l'emissione di obbligazioni e azioni.

Desidero quindi ringraziare i molti membri europei della nostra associazione che hanno dedicato tempo e sforzi considerevoli alla preparazione di questa guida, nonché tutte le organizzazioni e associazioni che hanno contribuito con i loro preziosi commenti alla sua creazione. Il nostro lavoro di ricerca sulla crescita ci ha dato l'opportunità di cooperare con un'ampia gamma di organizzazioni di numerosi settori in tutta Europa, che condividono il nostro impegno a sostegno della crescita. Una cooperazione che ci auguriamo di poter ripetere nell'ambito di altre iniziative. In modo particolare, confermiamo il nostro impegno a sostegno degli sforzi della Commissione Europea volti a rilanciare la crescita e l'occupazione, anche attraverso la proposta Unione dei Mercati dei Capitali e il Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici da 315 miliardi di euro.



**Simon Lewis**  
Chief Executive  
Association for Financial Markets in Europe

# Raccolta di finanziamenti per le piccole e medie imprese europee



# 1. Introduzione

Ogni azienda si trova, prima o poi, a dover raccogliere fondi. Anzi, proprio l'adeguatezza, o meno, della capitalizzazione delle piccole e medie imprese (PMI<sup>1</sup>) influenza il loro successo o fallimento. Pertanto, è necessario effettuare scelte informate in merito all'ammontare e al tipo di capitale necessario, alle fonti tramite le quali reperirlo e a come richiederlo.

La gamma di opzioni disponibili è sempre più ampia: banche, diverse tipologie di fornitori di capitale e persino piattaforme online peer-to-peer. Una conoscenza approfondita di queste opzioni vi garantirà più possibilità di reperire la tipologia di finanziamento giusta per la vostra azienda, alle condizioni migliori.



Pubblichiamo questa guida per offrire indicazioni pratiche alle piccole e medie imprese. La tipologia di finanziamento più idonea per la vostra attività dipende da fattori quali le sue dimensioni e l'uso a cui si desidera destinare il denaro raccolto: aumentare il capitale circolante, o finanziare una start-up oppure espandere un'attività esistente? Le risposte a queste domande determineranno se l'azienda deve richiedere un prestito, un finanziamento tramite capitale azionario, un finanziamento per attività o persino emettere un'obbligazione.

Il vostro commercialista può essere una preziosa fonte di consigli in merito alle forme di finanziamento più idonee. Nella maggior parte dei casi, anche la vostra banca potrà aiutarvi. Le banche rappresentano la principale fonte di finanziamento per le PMI in Europa.<sup>2</sup> Anche nei casi in cui non possono erogare prestiti, spesso danno utili indicazioni in merito alle fonti alternative e potranno guidarvi attraverso il processo di finanziamento.

L'Association for Financial Markets in Europe (AFME), che rappresenta le banche operanti nei mercati finanziari all'ingrosso, conosce profondamente tutte le problematiche pratiche concernenti la raccolta di finanziamenti da parte delle PMI. In questa guida, riportiamo i criteri solitamente utilizzati per prendere decisioni creditizie e d'investimento - che possono variare a seconda del profilo aziendale, del settore di attività e della tipologia del finanziatore - nonché le informazioni di credito e investimento normalmente richieste. Capire in che modo i provider di prestiti, di obbligazioni e di capitale valutano la vostra azienda aumenta la vostra possibilità di reperire i finanziamenti necessari alle migliori condizioni possibili.

Le principali tipologie di finanziamento trattate nella guida sono:

- Prestiti da banche e non banche<sup>3</sup> (Sezione 3)
- Finanziamenti tramite emissione di obbligazioni (Sezione 4)
- Finanziamenti tramite capitale (Sezione 5)

La nostra guida contiene inoltre informazioni in merito ai programmi di supporto ai finanziamenti alle PMI offerti da organismi paneuropei e ai principali programmi nazionali varati in Francia, Germania, Italia, Spagna e Regno Unito. La nuova iniziativa della Commissione Europea, il FEIS (Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici) da 315 miliardi di euro, includerà forme di supporto agli investimenti nelle PMI.

1 Esistono diverse definizioni di PMI: una definizione specifica messa a punto dalla Commissione Europea e una serie di definizioni diverse utilizzate dagli operatori dei mercati pubblici e privati. La definizione della Commissione include le società con un numero di dipendenti compreso tra 10 e 250 e vendite da meno di 2m di euro a un massimo di 50 milioni ovvero con uno stato patrimoniale totale tra 2 e 43 milioni di euro. Ai fini della presente guida, le PMI includono anche le imprese di medie dimensioni, che possono essere considerevolmente più grandi.

2 I dati mostrano che in Europa (UE-18+Regno Unito), nel 2012, sono stati concessi 712 miliardi di euro di prestiti per importi inferiori a 1 milione di euro; un ammontare superiore al totale di 464 miliardi di euro di prestiti in essere negli Stati Uniti nello stesso periodo. Fonte: BCG, AFME.

3 Le banche sono istituti finanziari autorizzati a ricevere depositi. Le cosiddette "non banche" sono istituti finanziari che non offrono servizi di deposito.

## Punti principali di cui essere consapevoli

Infine, prima di proseguire con la lettura, vi invitiamo a prendere visione di una serie di punti chiave che riteniamo potranno aiutarvi a realizzare con successo il vostro obiettivo finanziario:

1. Le banche e le non banche, tendenzialmente, preferiscono prestare denaro ad aziende consolidate, con flussi di cassa storici stabili e positivi, soprattutto se sono in grado di fornire garanzie collaterali o garanzie personali.
2. Il capitale azionario può essere la forma di finanziamento più adatta per le start-up o le aziende esistenti con importanti piani di espansione. Alcune banche erogano prestiti alle start-up e alle aziende con flussi di cassa incerti o negativi; tuttavia, gli investitori di capitale - quali familiari e amici, angel investor, mercati P2P (peer-to-peer), crowdfunding, fondi di capitale di rischio e di private equity - sono spesso più adatti alle aziende che si trovano a questo stadio del loro sviluppo.
3. Vi sono molti programmi paneuropei e sponsorizzati dai governi concepiti appositamente per aiutare le start-up e le aziende consolidate che necessitano di finanziamenti. Nella Sezione 6 di questa guida viene fornito un riepilogo dei grandi programmi paneuropei e di alcuni programmi nazionali.
4. Consigliamo vivamente di rivolgersi a un consulente indipendente, ad esempio a un commercialista o ad altro professionista, nelle fasi iniziali del processo. I consulenti hanno maturato esperienze in molti tipi di attività diverse, mentre gli imprenditori, spesso, hanno competenze circoscritte al loro ambito di attività specifico.
5. A prescindere che abbiate deciso di finanziarvi mediante un prestito o mediante capitale, la messa a punto di un piano aziendale dettagliato è un passo indispensabile da compiere prima di rivolgersi ai finanziatori. Il vostro commercialista o un consulente potranno aiutarvi in questa fase.
6. Il finanziamento tramite capitale azionario diminuirà il vostro grado di proprietà dell'azienda. Ma gli investitori azionari hanno approcci molto diversi alla partecipazione azionaria. Amici, familiari e partecipanti di programmi di crowdfunding, ad esempio, potrebbero essere esclusivamente interessati al rendimento degli investimenti anziché al controllo della gestione. Gli investitori di capitale di rischio e private equity, al contrario, spesso insistono per ottenere una qualche forma di controllo aziendale ma, in cambio, possono apportare preziose competenze e utili contatti che contribuiranno alla crescita della vostra attività. Per le società sufficientemente grandi, un'offerta pubblica iniziale (IPO) oppure un collocamento azionario privato possono rappresentare un mezzo per raccogliere capitale e contanti da utilizzare nelle attività di acquisizione.
7. I prezzi e le condizioni dei finanziamenti tramite prestito erogati dalle diverse banche possono presentare notevoli differenze, a seconda del loro modello aziendale e della loro fonte di finanziamento. La determinazione dei prezzi dipende inoltre dalla tipologia di attività da finanziare, dal settore in cui opera il prestatario, dalla natura di qualsivoglia garanzia, dal tipo di strumento finanziario, dalla struttura giuridica dell'azienda e dalla sua capitalizzazione azionaria.
8. I finanziatori bancari e non bancari spesso utilizzano ratings forniti dalle società di raccolta di dati creditizi per valutare le richieste di finanziamento. Le PMI a cui sono già stati rifiutati prestiti in passato dovranno fare attenzione a come procedono alla richiesta di finanziamenti da altre fonti, in modo particolare nel caso delle richieste di prestito effettuate online, in quanto eventuali nuovi rifiuti potrebbero danneggiare il loro punteggio creditizio.
9. Molti finanziatori utilizzano criteri creditizi simili tra i diversi settori, mentre altri adottano criteri specifici a seconda dei settori in cui operano le aziende. In questa guida, abbiamo riportato una serie di casi di studio che illustrano i prestiti erogati dalle banche alle PMI in diversi settori. La Sezione 3 contiene alcuni esempi di fattori di rischio specifici dei singoli settori, utilizzati dai finanziatori per valutare le aziende.
10. Oltre ai finanziamenti tramite capitale azionario, i finanziamenti mediante emissione di obbligazioni stanno oggi diventando sempre più accessibili alle PMI più grandi.

//

Vi sono molti programmi paneuropei e sponsorizzati dai governi concepiti appositamente per aiutare le start-up e le aziende consolidate che necessitano di finanziamenti.

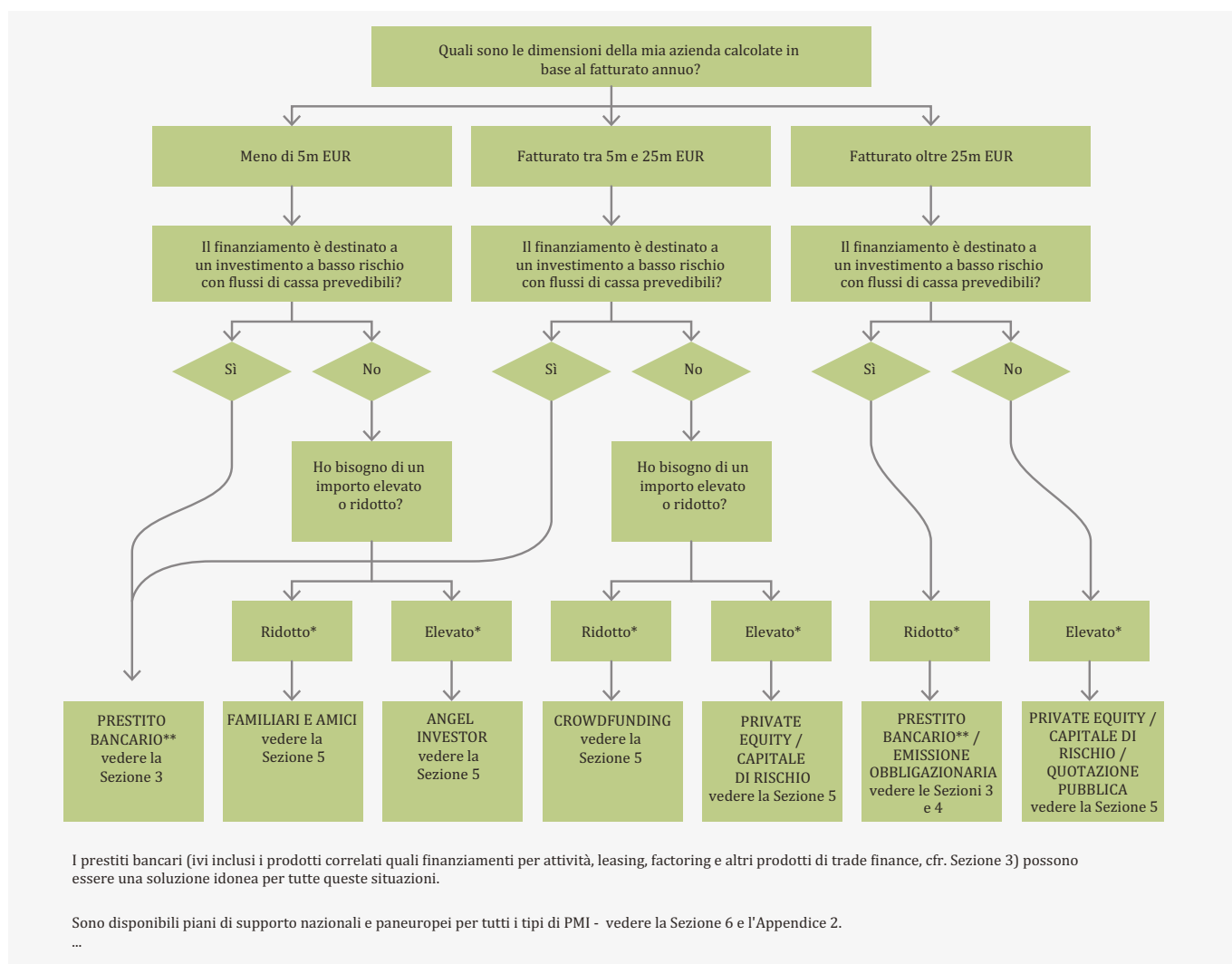
//

## Quale tipo di finanziamento?

### 2. Quale tipo di finanziamento?

Finanziare la vostra attività nel modo giusto può influenzare il suo successo nel lungo periodo. Mentre un'azienda di medie dimensioni e con flussi finanziari stabili sarà normalmente in grado di ottenere un prestito da una banca - in quanto la banca confiderà nella sua capacità di onorare gli obblighi del prestito - un'azienda alle fasi iniziali dello sviluppo e ad alta crescita, con più rischi associati ai flussi di cassa, potrebbe dover richiedere inizialmente un investimento di capitale. Gli esempi di decisioni riportati di seguito (Figura 1) sono concepiti per aiutarvi a capire i fattori che dovrebbero guidare la scelta del vostro finanziamento. Si prega di notare che i prestiti bancari e i prodotti di prestito correlati rappresentano, potenzialmente, una soluzione in tutte le situazioni riportate di seguito. Allo stesso modo, le società di capitale di rischio possono essere disposte a investire in aziende con fatturati scarsi o inesistenti, se queste hanno modelli aziendali o prodotti sufficientemente attraenti.

Figura 1: **Struttura decisionale sui finanziamenti alle PMI**



\*Ogni tipo di investitore avrà importi investibili minimi e massimi. Di norma, questi sono compresi tra poche migliaia e diversi milioni di euro (vedere la Figura 3 alla Sezione 5).

\*\*Si fa presente che i prestiti bancari possono essere disponibili con scadenze di breve e medio termine.



### 3. Opzioni di finanziamento tramite prestiti

Questa sezione della guida descrive i finanziamenti tramite prestiti, sia bancari sia non bancari, nonché altre forme di finanziamento quali i mercati dei prestiti peer-to-peer, il leasing, i finanziamenti tramite anticipi su fatture e il trade finance. Si noti che questa sezione non intende fornire una descrizione esaustiva di tutte le tipologie di finanziamento. Ad esempio, non sono inclusi i fondi di investimento istituzionali che sono stati specificamente creati per erogare prestiti alle aziende, incluse le PMI più grandi <sup>4</sup>.

I prestiti bancari restano, di gran lunga, la forma più comune di finanziamento per le PMI in Europa. Tuttavia, vi sono altre tipologie di finanziatori che potrebbero essere più appropriate in determinate circostanze. Le banche, essendo prevalentemente finanziate da depositi, generalmente (anche se non sempre) offrono prestiti a costi inferiori e hanno una gamma di prodotti più ampia. Al contempo, la normativa del settore bancario richiede alle banche di detenere capitale a fronte dei prestiti erogati e di confidare nella capacità del debitore di rimborsare un prestito.

Inoltre, anche le cosiddette "non banche" (fondi per prestiti, piattaforme di crowdfunding, società di leasing, provider di anticipi su fatture, organizzazioni di community financing e grosse aziende) forniscono prestiti alle imprese. I prestiti da parte di queste entità non bancarie possono comportare un costo maggiore per il debitore rispetto ai prestiti bancari, a seconda delle fonti e dei costi di finanziamento della "non banca" e della relazione tra debitore e finanziatore. Le non banche possono essere tenute o non tenute a detenere capitali a fronte di un prestito.



Organizzare un prestito richiede tempo. I potenziali prestatori dovrebbero prevedere con largo anticipo i propri fabbisogni di finanziamento e richiedere il prestito il più presto possibile. È importante dedicare tutto il tempo necessario alla preparazione di un piano aziendale dettagliato e convincente, completo di un'accurata descrizione dell'attività, prima di richiedere un finanziamento. Il piano, di norma, includerà le informazioni finanziarie relative agli ultimi tre anni e le previsioni per i tre anni successivi, nonché una spiegazione dello scopo a cui si intende destinare il denaro del finanziamento. Il vostro commercialista o un altro consulente sapranno assistervi in questa fase.

#### 3.1 Prestiti di banche e non banche

Come prima cosa, un finanziatore bancario o non bancario vorrà discutere dei fabbisogni di un'azienda. Se un prestito appare appropriato, il finanziatore solitamente esegue una valutazione creditizia preliminare, tenendo conto di tutte le informazioni reperibili presso l'azienda stessa, il database storico del finanziatore e/o fonti esterne.

Inoltre, i finanziatori considerano la propria valutazione delle capacità dirigenziali dell'azienda un fattore determinante ai fini della decisione in merito alla concessione di credito. I dirigenti del prestatario devono dimostrare di avere una visione chiara e lucida dell'attività, del mercato e della concorrenza, basata su un piano aziendale credibile. In sintesi, i finanziatori vogliono soprattutto capire se un'azienda sarà in grado di rimborsare il prestito.

I finanziatori valutano le seguenti informazioni:

- **Informazioni fornite dalla società:** le banche chiederanno di prendere visione dei bilanci, delle previsioni finanziarie, del piano aziendale, dei patti parasociali, dell'atto costitutivo e di altri documenti legali della società. Potrebbero anche chiedere informazioni sul valore di eventuali garanzie collaterali disponibili, sul capitale proprio, le garanzie o altri mezzi di rimborso di un prestito.
- **Fonti esterne:** i finanziatori fanno riferimento ai dati mantenuti da registri di credito pubblici e da uffici di credito privati (due esempi di registri pubblici sono la Banque de France e la Centrale dei Rischi in Italia).
- **Fonti interne:** i finanziatori utilizzano le informazioni proprietarie, raccolte tramite le relazioni che intrattengono con altre società del medesimo settore, di dimensioni simili, ecc.
- **Dati economici:** i finanziatori analizzano le informazioni sul settore del prestatario e sulla sua ubicazione, al fine di determinare i trend economici.

<sup>4</sup> Per ulteriori informazioni sui finanziamenti non bancari, vedere il Working Paper 2014/25 del FEI - Institutional non-bank lending and the role of debt funds.

## Opzioni di finanziamento tramite prestiti

Mentre le banche e non banche erogano finanziamenti alle PMI nella maggior parte dei settori, valutano una serie di fattori di rischio specifici dei singoli settori, quali:

- **Efficaci barriere all'ingresso** (ossia, esistenza di brevetti, intensità di capitali, potere di un marchio).
- **Livello e trend dei margini di profitto del settore** (concentrazione di clienti e fornitori, potere di determinazione dei prezzi).
- **Rischi di sostituzione dei prodotti** a seguito dell'introduzione di nuovi prodotti/tecnologie.
- **Trend di crescita.**
- **Contesto normativo settoriale.**

Alcune delle agenzie di rating creditizio hanno sviluppato strumenti e sistemi per la valutazione dell'affidabilità creditizia delle PMI, che possono essere utilizzati da banche e non banche ai fini della valutazione creditizia. Tali strumenti, normalmente, sono riferiti a segmenti specifici in termini di dimensioni delle PMI. Ad esempio RiskCalc di Moody's per le società di piccole dimensioni e Mid-Market Evaluation di Standard & Poor's<sup>5</sup> per le società di medie dimensioni.

DBRS ha recentemente introdotto rating aziendali tradizionali per le PMI. Negli Stati Uniti, Fitch Ratings ha messo a punto uno strumento di valutazione del rating per le aziende con entrate inferiori a 50 milioni di USD, che non è disponibile in Europa.

Alcune agenzie di rating hanno sviluppato, o stanno sviluppando, metodologie specifiche volte a valutare le società di medie dimensioni con un fatturato inferiore a 1,5 miliardi di euro e un debito inferiore a 500 milioni di euro. Queste metodologie valutano l'affidabilità creditizia di una società di medie dimensioni relativamente ad altre società comparabili e di dimensioni simili.

L'approccio delle agenzie di rating alla valutazione creditizia delle PMI tende a concentrarsi prevalentemente su statistiche e dati numerici; una banca, al contrario, potrà anche tener conto di giudizi soggettivi basati sulla propria relazione generale con la PMI. La metodologia di rating applicata da un'agenzia normalmente è suddivisa in tre fasi principali. In prima istanza, l'agenzia analizza i rischi associati al paese, al settore e alla posizione competitiva di una società, e valuta la forza dei suoi flussi di cassa e dello stato patrimoniale. Secondariamente, l'agenzia sviluppa un profilo di credito relativo all'attività e un profilo di credito di natura finanziaria per la società. La terza e ultima fase consiste nella valutazione della struttura del capitale, della dirigenza/governance, della politica finanziaria e della liquidità dell'azienda. Tali rating sono in seguito riuniti a formare un rating di credito complessivo.

### Perché i finanziatori rifiutano le richieste di prestiti

In molti paesi europei il contesto creditizio è molto competitivo e i finanziatori si impegnano molto per trovare nuovi clienti. Tuttavia, può capitare che un finanziatore rifiuti un cliente, ad esempio a causa del suo storico creditizio, di timori in merito al rischio del paese ovvero in virtù della propensione (o meno) alla concessione di prestiti del finanziatore stesso.

Inoltre, conviene rivolgersi a più fonti prima di decidere. Un'azienda respinta da un finanziatore potrebbe trovarne un altro in grado di offrirle un prestito. Anche un'azienda che ha già ricevuto un'offerta di prestito potrebbe trovare condizioni migliori altrove. Tuttavia, le aziende devono tener presente che più richieste di prestito respinte potrebbero ripercuotersi negativamente sul loro punteggio creditizio da parte delle agenzie di rating, soprattutto se le richieste vengono presentate online.

Ogni finanziatore ha la propria politica di gestione dei rischi nonché sistemi diversi per il calcolo dei rischi di un prestito. Tali politiche rispecchiano le opinioni proprie del finanziatore e i requisiti delle autorità di vigilanza e terranno in considerazione una serie di fattori, quali il settore, lo stadio di crescita e la disponibilità di capitale proprio o garanzie. Ad esempio, alcuni finanziatori evitano per scelta tutte le aziende in fase di start-up, mentre altri potrebbero erogare prestiti a una start-up in presenza di garanzie collaterali o di capitale sufficiente a supporto del prestito.

---

5 Mid-Market Evaluation di S&P è uno strumento di valutazione del rischio di credito e non fornisce alcun rating

In linea generale, un finanziatore cercherà segnali che comprovino un track-record di successo in termini commerciali, una gestione finanziaria solida e buone possibilità di continuo successo.

Esistono finanziatori disposti a erogare prestiti alle start-up senza alcuno storico operativo; tuttavia, molti dei finanziatori principali, in circostanze normali, non concedono prestiti alle aziende operative da meno di due anni, in considerazione dei rischi posti da questo tipo di attività "giovani". Tuttavia, i finanziatori spesso intrattengono rapporti con provider di prestiti alle start-up e reti di angel investor. Questi fungono da punto di contatto principale per offrire consulenze in merito alle opzioni di finanziamento disponibili e possono indirizzare le società più giovani verso queste alternative.

Nel caso delle società più consolidate, il motivo più comune per cui un finanziatore normalmente respinge una richiesta di prestito è il timore in merito alla capacità dell'azienda di far fronte ai rimborsi. Ad esempio se l'azienda si trova in una fase di sviluppo pre-revenue, nel qual caso potrebbe essere utile rivolgersi a un angel investor. Un altro motivo potrebbe essere la mancanza di entrate sufficienti o stabili. In questo caso, l'azienda dovrebbe rivolgersi a un consulente, ad esempio un commercialista, per indicazioni in merito a come sviluppare la propria attività.

È importante che le aziende non considerino i rifiuti come decisioni definitive. Un finanziatore interessato a una relazione di lungo periodo con i propri clienti li aiuterà a definire un piano d'azione, che potrebbe includere la modifica della richiesta di prestito originaria, al fine di renderne più probabile l'accettazione.

Vale anche la pena considerare se il richiedente può appellarsi contro la decisione di respingere una richiesta. La maggior parte dei finanziatori ha in essere apposite procedure di appello che consentono a molte società di ricevere l'approvazione della propria richiesta. La regolamentazione dell'Unione Europea<sup>6</sup> richiede agli istituti di credito di spiegare le decisioni sui rating alle PMI che presentano richiesta di prestiti.

Una delle ragioni più comuni per cui un appello viene accettato è la fornitura da parte del cliente di nuove informazioni che contribuiscono a fugare i dubbi della banca. Preparare una richiesta di buona qualità è quindi molto importante. I finanziatori stessi aiuteranno le aziende da questo punto di vista, ma è comunque una buona idea rivolgersi al proprio commercialista o ad altri consulenti per assicurarsi più possibilità di successo.

Pertanto, le PMI dovrebbero continuare a cercare prestiti in modo mirato anche se la loro prima richiesta non è andata a buon fine. Un avvertimento: il richiedente di un prestito deve fare attenzione in quanto ogni richiesta respinta può ulteriormente deteriorare il suo profilo creditizio da parte delle agenzie di rating esterne.

### Esempi di condizioni di prestito tipiche

Le condizioni dei prestiti sono soggette a negoziazione e, come i richiedenti, possono variare. I diversi finanziatori possono richiedere condizioni contrattuali diverse, ad esempio i cosiddetti "covenant" finanziari, che prevedono che il prestito risulti insolvente qualora determinati target e parametri finanziari non siano rispettati. Esistono tuttavia anche temi comuni.

- **Garantiti:** i prestiti garantiti da attività presumibilmente avranno tassi di interesse inferiori. In modo particolare, molti finanziatori cercano di allineare le condizioni del prestito con la natura dell'attività. Ad esempio, un prestito garantito da una casa può avere una durata massima di 25 anni, mentre un prestito garantito da macchinari potrebbe avere una durata in linea con la durata di vita di tale attività (spesso tra 8 e 10 anni).
- **Non garantiti:** comuni in alcuni settori, i finanziamenti non garantiti generalmente prevedono tassi di interesse più elevati dei prestiti basati su attività. Le PMI che richiedono finanziamenti non garantiti saranno tenute a presentare un piano aziendale molto solido che illustri chiaramente e in modo dettagliato un programma di rimborso.

//

È importante che le aziende non considerino i rifiuti come decisioni definitive. Un finanziatore interessato a una relazione di lungo periodo con i propri clienti li aiuterà a definire un piano d'azione.

//

6 Regolamento UE n° 575/2013, articolo 431, paragrafo 4

### Caso di studio 1: espansione di un'azienda agricola a conduzione familiare con un nuovo caseificio

Un'azienda agricola di terza generazione, cliente della propria banca da più di sessant'anni, desiderava diversificare la propria attività. Pertanto, si è rivolta al proprio direttore di banca con la proposta di creare un nuovo caseificio. Il cliente stava valutando la possibilità di prendere in affitto un appezzamento di terreno con un contratto di locazione di 25 anni al costo di 275.000 euro l'anno; il referente bancario ha discusso con il prestatario il canone di locazione prospettando la possibilità di acquistare il terreno.



Dopo l'esecuzione di un'accurata procedura di due diligence su diverse ubicazioni possibili, è stato individuato un sito ed è stata presentata una richiesta formale di finanziamento alla banca. Il cliente desiderava acquistare 900 acri di terreno per finanziare un nuovo caseificio e svolgere un grande lavoro di rinnovamento, oltre che acquistare numerosi capi di bestiame. I costi previsti erano di poco superiori a 7 milioni di euro, a cui il cliente avrebbe contribuito per il 10% mentre la parte restante sarebbe stata fornita dalla banca.

Il cliente desiderava gestire il caseificio come una nuova azienda, proprietaria delle attività e responsabile del debito: sostanzialmente una start-up. Le proiezioni iniziali indicavano che l'azienda sarebbe stata in perdita nei primi anni e non avrebbe potuto onorare il proprio debito. A compensare queste stime, il cliente sosteneva che l'azienda esistente vantava una base di attività solida ed era finanziariamente stabile.

La banca doveva essere sicura che l'azienda esistente sarebbe stata in grado di coprire il pagamento degli interessi relativi alla nuova azienda. Dopo avere modellizzato e sottoposto a stress test diversi profili di debito, la banca ha infine stabilito il livello di redditività che l'azienda esistente avrebbe dovuto avere al fine di poter tranquillamente sostenere i pagamenti di capitale e interessi.

Al contempo, la banca richiedeva che le proiezioni sui flussi di cassa fossero conformi con i coefficienti standard utilizzati nel settore agricolo (prestito/attività, interesse/produzione lorda e interesse più prelievi/produzione lorda). Anche le proiezioni per il nuovo caseificio proposto, e i motivi alla base delle medesime, sono stati sottoposti a stress test, con un'enfasi sul prezzo del latte, il rendimento e i costi.

Il cliente ha ottenuto il finanziamento; una parte del prestito è stata garantita dal nuovo terreno acquistato e una parte dal terreno esistente. Inoltre, l'azienda esistente ha fornito una garanzia di copertura del nuovo debito. Entrambi i prestiti sono stati strutturati come "interest-only" per i primi cinque anni e il cliente ha potuto realizzare le proprie ambizioni.

//  
Le condizioni dei prestiti sono soggette a negoziazione e, come i richiedenti, possono variare.  
//

## Caso di studio 2: acquisto di proprietà immobiliare con prestito garantito

Questo caso di studio mostra come una società immobiliare sia in grado di contrarre un prestito a valere sulle proprie attività e su quelle della controllante, mediante una garanzia fornita dalla controllante e supportata dalla relazione di lungo termine tra la controllante e la banca.

Una società immobiliare (il prestatario) desidera acquistare cinque uffici commerciali e 18 posti auto (le attività). A questo fine, il prestatario chiede a una banca un prestito a termine di 2,1 milioni di euro per un periodo di 10 anni. Il prestito sarà garantito dalla società controllante del prestatario (il garante).

Il valore d'acquisto delle attività è di €4,3m e l'importo del finanziamento richiesto è inferiore al 50% di questo prezzo. Gli uffici commerciali sono attualmente dati in locazione, quindi la società riceverà un reddito aggiuntivo per la locazione delle attività.

Il prestatario dispone di attività immobiliari esistenti per un valore di €3,3m, di capitale proprio per 2,6m e di un prestito bancario da €1,4m. Il suo reddito deriva dai contratti di leasing delle sue proprietà.

Il garante ha una relazione consolidata con la banca, di cui utilizza le divisioni di gestione patrimoniale e di consulenza alle PMI. Il garante dispone di un capitale di €9,3m e di immobilizzazioni per €4,3m. Queste includono immobili finanziati dalla banca con due ipoteche per un totale di €590.000. Il suo reddito nel 2013 ammontava a €6,3m, con un utile operativo di €1,5m e un utile al netto delle imposte di €815.000.

In sintesi, sia il prestatario che il garante sono autofinanziati e dispongono di sostanziali attività immobiliari. Il prestatario non genera un reddito sufficiente ad assicurare in toto il servizio del debito, ma il garante sì e per questo motivo la banca richiede la garanzia della controllante a sostegno della richiesta di finanziamento.

Il comitato di rischio della banca autorizza un mutuo per finanziare l'acquisto delle attività per un importo pari a circa il 50% del loro valore economico aggiornato. Il saldo dei fondi necessari all'acquisto delle attività viene fornito dal capitale del prestatario.

## Caso di studio 3: una società di software ottiene un finanziamento per acquistare la propria sede

Questo caso di studio mostra come una tipica società informatica ha potuto ricevere un prestito da un finanziatore, pur avendo un modello aziendale basato sul valore della proprietà intellettuale e poche attività tangibili da offrire come garanzia.

Una società di software britannica affittava i propri uffici da diversi anni quando questi sono stati messi in vendita. Per finanziare l'acquisto dell'edificio, la società si è rivolta a diversi finanziatori.

Uno di loro, avvalendosi della propria esperienza nel finanziamento di società tecnologiche, ha analizzato le caratteristiche finanziarie e dell'attività dell'azienda. Oltre ad esaminare i coefficienti finanziari, quali il rapporto debito/capitale, il finanziatore si è concentrato su fattori di particolare importanza per le società tecnologiche, come i brevetti, la proprietà intellettuale, il valore aggiunto dei dipendenti e la concentrazione dei clienti. Inoltre, ha valutato l'esperienza dei dirigenti.

Dopo una minuziosa analisi, il finanziatore ha erogato un prestito da €550.000 oltre a una linea di credito revolving a supporto di piani di crescita futuri.

## Opzioni di finanziamento tramite prestiti

### Preparazione di una richiesta di prestito aziendale: il principio CAMPARI

Prima di presentare la richiesta per un prestito aziendale, è opportuno sapere in che modo i finanziatori esaminano e valutano le richieste. Alcuni finanziatori si avvalgono del principio cosiddetto "CAMPARI" (dall'acronimo dei punti riportati di seguito), che si concentra su alcuni punti chiave. Per un prestatario, conoscere questi punti chiave - e prepararsi di conseguenza - può fare la differenza tra l'accettazione e il rifiuto della propria richiesta.

- **Carattere:** il finanziatore stabilisce l'effettiva volontà/disponibilità del prestatario in relazione al rimborso. Il finanziatore verifica i record del prestatario, inclusi lo storico creditizio, la reputazione e la stabilità dell'attività. Il prestatario deve dimostrare di essere un leader aziendale capace e sicuro, in grado di comunicare chiaramente e tempestivamente con tutte le parti coinvolte. Anche il suo coinvolgimento finanziario nella società, sotto forma di partecipazione al capitale o di prestito dell'azionista, può giocare un ruolo importante.
- **Abilità:** i richiedenti devono mostrare chiaramente in che modo la società rimborserà il prestito. I finanziatori concedono prestiti solo se identificano un collegamento diretto tra l'uso dei proventi del prestito e il suo rimborso.
- **Margine finanziario:** i finanziatori spesso chiedono alle PMI di contribuire parzialmente al prestito (in modo simile a come si richiede il versamento di un acconto a chi accende un mutuo immobiliare) in modo da dimostrare il proprio impegno in termini di rimborso.
- **Proposito:** i finanziatori vogliono sapere i motivi per cui il richiedente necessita di un prestito e come questo verrà utilizzato. Ad esempio, il prestito potrebbe essere destinato all'acquisizione di un'attività.
- **Ammontare:** le PMI devono spiegare il perché necessitano di un determinato importo di denaro.
- **Rimborso:** le PMI devono spiegare in che modo intendono rimborsare il prestito, mediante proiezioni finanziarie dettagliate, quali copertura dei flussi di cassa e margini. È importante non esagerare le previsioni finanziarie ed essere credibili.
- **Indennità:** i finanziatori vorranno sapere quali garanzie sono disponibili nel caso la società non sia in grado di rimborsare il prestito. Più rischioso il prestito proposto, più importanza verrà data alla qualità e al valore della garanzia collaterale. I tipi di garanzia collaterale possono includere immobili, macchinari o attività finanziarie.

### 3.2 Leasing / finanziamenti su macchinari

Molte PMI utilizzano il leasing come mezzo per finanziare l'acquisto di attività. Con il finanziamento tramite leasing, la società finanziatrice (il "locatore") acquista un bene (ad esempio veicoli, attrezzature IT, stampanti, immobili, strumentazioni mediche) e la PMI (il "locatario") può utilizzare il bene per tutta la durata del contratto di leasing. Il locatario versa periodicamente un canone di locazione per l'utilizzo del bene e ha facoltà di acquistarlo al termine del leasing. Il bene viene effettivamente utilizzato come garanzia del prestito, consentendo condizioni di finanziamento più favorevoli che per un prestito non garantito. In aggiunta, il bene e il relativo prestito potrebbero non apparire nello stato patrimoniale del locatario, a seconda delle regole contabili locali. All'Appendice 1 vengono forniti alcuni contatti utili per reperire ulteriori informazioni sui finanziamenti tramite leasing.

### 3.3 Finanziamenti mediante anticipi su fatture

Le tecniche di finanziamento basate su fatture, quali crediti su fatture e debt factoring, consentono a una PMI di contrarre prestiti garantiti dal valore dei propri crediti commerciali. Con il credito su fatture, il provider di finanziamento presta a una PMI una percentuale concordata del valore delle fatture emesse ai relativi clienti e assume il controllo di tutte le fatture in essere a garanzia del prestito. Con il factoring, al contrario, il provider del finanziamento acquista direttamente (a sconto) le fatture in essere della società. I finanziatori tramite tecniche su fatture possono essere organizzazioni indipendenti ovvero far parte di una banca o istituto finanziario. I finanziamenti mediante anticipi su fatture sono generalmente più costosi dei prestiti tradizionali.

Un'importante differenza tra lo sconto e il factoring consiste nel fatto che con il primo la PMI continua a gestire i propri crediti, e i clienti non sapranno che la PMI sta utilizzando questo tipo di finanziamento. Con il factoring, al contrario, la società che lo effettua solitamente si assume la responsabilità di gestire i crediti commerciali della PMI e di incassare i pagamenti da parte dei clienti. Il factoring può avvenire su base pro soluto, in cui chi effettua il factoring si assume il costo dei crediti inesigibili, ovvero su base pro solvendo, in cui la PMI rimane responsabile di tali costi.

### 3.4 Trade finance

Per molte società, la possibilità di iniziare a commerciare con clienti e fornitori stranieri costituisce una tappa importante del piano aziendale. Per molti settori, tipicamente, i nuovi mercati più interessanti si trovano all'estero. Ma intraprendere l'attività di esportatore può essere un percorso costoso e dall'esito incerto. Molte aziende che hanno creato con successo mercati di esportazione o importazione dichiarano di rimpiangere di non averlo fatto prima.

I finanziatori possono assistere in diversi modi le aziende che desiderano iniziare un'attività commerciale, ad esempio aiutandoli a finanziare i costi per il reperimento di nuovi clienti oltremare o portando le merci nel paese della banca per assistere con i contratti dei clienti nazionali. Allo stesso modo, i finanziatori possono fornire lettere di credito o garanzie per aiutare le aziende ad attrarre partner commerciali nei paesi in cui non hanno uno storico operativo esistente o relazioni bancarie

#### Lettere di credito

È possibile che i partner esteri considerino le aziende di un paese diverso dal loro come più rischiose. Potrebbe, ad esempio, essere difficile intentare azioni legali qualora un acquirente non pagasse una fattura ovvero nel caso in cui un fornitore non consegnasse le merci già pagate. Le aziende potrebbero quindi riscontrare che le società estere sono poco disposte a entrare in affari con loro.

Una soluzione è quella di utilizzare una "lettera di credito", anche nota come "credito documentario", ossia una garanzia di pagamento per il venditore e una garanzia all'acquirente che non sarà tenuto a versare alcun pagamento prima di avere ricevuto la merce. Sostanzialmente, la lettera di credito assicura a entrambe le parti che il contratto verrà rispettato e rappresenta un documento di terzi in cui sono delineate le condizioni dell'operazione.

In alcuni casi, una lettera di credito può essere un requisito legale. La Camera di Commercio Internazionale ha messo a punto una serie di regole internazionali per le lettere di credito, al fine di rassicurare gli utenti in merito alla loro tutela. La versione corrente di queste regole è denominata UCP600 ed è entrata in vigore nel 2007.

Vi sono diverse tipologie di lettere di credito che soddisfano requisiti diversi:

- **Revocabili o irrevocabili:** una lettera di credito irrevocabile può essere annullata o modificata solo previo l'accordo di tutte le parti coinvolte nell'operazione, mentre una lettera di credito revocabile può essere modificata o annullata dalla banca emittente.
- **Confermate o non confermate:** un'azienda può richiedere che la lettera di credito fornita dalla banca di un cliente sia verificata e "confermata" da una banca del proprio paese. Questa "conferma" da parte della propria banca rappresenta una garanzia di pagamento anche nel caso in cui la banca dell'acquirente non dovesse provvedere in questo senso. Una lettera di credito confermata offre più sicurezza ed è pertanto più costosa.
- **Transferrabile** – A transferrable letter of credit can be passed from one business to another, and is very useful when there is a supply chain or intermediaries involved in a trade deal.
- **Revolving** – una lettera di credito revolving può essere utilizzata a supporto di numerose operazioni diverse tra un acquirente e un venditore ed è utile per dimostrare un impegno continuativo a favore di una relazione d'affari di lungo termine.

#### Raccolte documentali

Le raccolte documentali sono uno strumento utile sia per gli importatori che per gli esportatori, per inviare e ricevere pagamenti all'estero e dall'estero mediante il sistema bancario. Queste consentono all'esportatore di inviare documenti, ad esempio una fattura o i documenti di trasporto, alla propria banca, la quale li trasmetterà all'importatore una volta ricevuto il pagamento. Il vantaggio, in questo caso, consiste nel fatto che l'esportatore mantiene il controllo dei documenti fino a che non riceve il pagamento.

- **Raccolte documentali per l'importatore:** l'importatore è protetto dal rischio che il partner commerciale non evada un ordine. Una volta che le merci sono state spedite, l'esportatore fornisce alla propria banca una copia dei documenti di trasporto, che vengono trasmessi alla banca dell'importatore, la quale provvederà al pagamento. L'importatore beneficia di un flusso finanziario ottimizzato dal momento che non deve pagare le merci fino a che queste non sono state spedite.

//  
un'azienda può richiedere che la lettera di credito fornita dalla banca di un cliente sia verificata e "confermata" da una banca del proprio paese.

//

## Opzioni di finanziamento tramite prestiti

- **Raccolte documentali per l'esportatore:** assicurano l'esportatore sul fatto di ricevere il pagamento dal partner commerciale. L'esportatore consegna i documenti di trasporto alla propria banca non appena ha spedito la merce. I documenti di trasporto verranno trasmessi all'importatore solo quando è stato effettuato, o concordato, il pagamento.

È importante notare che le raccolte documentali, di norma, non garantiscono il pagamento di per sé e che le aziende dovrebbero controllare lo storico creditizio dei loro partner commerciali.

La Camera di Commercio Internazionale ha messo a punto una serie di regole internazionali per le raccolte documentali. La versione attuale di queste regole è denominata URC522 ed è entrata in vigore nel 1996.

### Garanzie internazionali

Il timore di non essere pagati o di non ricevere la merce ordinata è uno dei principali problemi per le società che intendono importare o esportare.

Vi sono diversi prodotti disponibili a questo proposito:

- **Garanzia di pagamento anticipato:** in alcuni casi, un'azienda importatrice può pagare a un esportatore una parte del valore di un contratto immediatamente, mentre il saldo restante risulterà dovuto al completamento del contratto. In questi casi, esiste il rischio che l'esportatore non completi l'ordine. Un'opzione per gestire questo rischio è l'emissione da parte di una banca di una garanzia di pagamento anticipato, o "garanzia di rimborso di pagamento anticipato", che garantisce il pagamento anticipato in modo tale che l'azienda importatrice verrà rimborsata qualora il contratto non venisse completato dall'esportatore.
- **Garanzia di buon adempimento:** la mancata evasione di un ordine da parte di un esportatore può avere serie conseguenze per l'importatore, che potrebbe non riuscire a sua volta a evadere un altro ordine oppure ritrovarsi senza merci da vendere. Una garanzia di buon adempimento o esecuzione è utile in questi casi, in quanto garantisce all'acquirente il pagamento di una penale nel caso le condizioni del contratto non vengano rispettate.

### Trade finance – Prestito pre-spedizione

All'inizio di un contratto, quando i beni sono in fase di produzione o vengono acquistati per essere rivenduti, i flussi di cassa di un esportatore possono essere sottoposti a forti pressioni. Il finanziamento pre-spedizione viene spesso utilizzato per migliorare i flussi di cassa in modo da coprire il periodo fino al completamento del contratto e fino all'incasso del pagamento; per alcune aziende, può trattarsi semplicemente di un prestito per finanziare l'acquisto delle forniture necessarie.

Una banca vorrà verificare che l'esportatore sia in possesso di un contratto confermato e spesso richiederà che il cliente stipuli una lettera di credito (si veda sopra).

### Trade finance – Prestiti commerciali

Un prestito commerciale è un modo diffusamente utilizzato dagli importatori per finanziare un'operazione commerciale. Di norma, si tratta di un prestito a breve termine, fra 30 e 365 giorni, ed è spesso strutturato in modo da consentire al prestatario di incrementare o diminuire il prestito secondo necessità. Questi prestiti sono spesso utilizzati dalle aziende per coprire il periodo che intercorre tra il pagamento dei beni o servizi e l'incasso dei relativi ricavi dopo che i beni sono stati ricevuti e rivenduti; questo può rappresentare un'importante forma di sostegno per i flussi di cassa di un'azienda.

//

Una garanzia di buon adempimento o esecuzione è utile in questi casi, in quanto garantisce all'acquirente il pagamento di una penale nel caso le condizioni del contratto non vengano rispettate.

//



### 3.5 Prestiti peer-to-peer e crowdfunding

I finanziatori peer-to-peer (P2P) e le piattaforme di crowdfunding sono una nuova fonte di finanziamento, ancora in fase iniziale ma in crescita. Le piattaforme P2P mettono in collegamento i finanziatori/investitori privati con i prestatori senza necessità di passare attraverso una banca. Le piattaforme di crowdfunding generalmente riuniscono un numero elevato di investitori, ognuno dei quali conferisce importi di capitale più esigui, e sono più spesso associate ai finanziamenti tramite capitale azionario che ai finanziamenti mediante prestiti. Le piattaforme P2P effettuano valutazioni creditizie simili a quelle delle banche. Le diverse piattaforme P2P e di crowdfunding offrono un'ampia gamma di profili di rischio, da molto prudente a relativamente aggressivo. Alcune applicano tassi simili a quelli delle banche, mentre altre possono applicare tassi di interesse più elevati. Inoltre, grazie a questo particolare metodo è possibile per le aziende trovare prestiti da parte di società e privati che hanno un interesse specifico nel settore di competenza della società prestataria.

Queste piattaforme generalmente applicano ai prestatori una commissione fissa, che può essere compresa tra 1 e 7,5% del valore del prestito ovvero una commissione annua attorno all'1%. I tassi sui prestiti possono variare in modo significativo, a seconda della tipologia dell'azienda che chiede l'investimento. (La seguente Figura 2 mostra i tassi indicativi.) I prestiti possono essere garantiti o non garantiti e tipicamente hanno una scadenza fra tre e cinque anni.

I prestiti P2P possono essere utilizzati da qualsiasi tipo di azienda. Le tecniche di crowdfunding possono essere particolarmente adatte ai modelli aziendali basati sui social network con strutture giuridiche e di governance non tradizionali. I criteri creditizi e i tassi di interesse variano tra le diverse piattaforme, a seconda dei singoli modelli aziendali. Alcune piattaforme applicano criteri creditizi simili a quelli dei finanziatori tradizionali e con tassi di interesse analoghi, mentre altre si rivolgono a profili di rischio più elevati, con tassi di interesse superiori. Alcune piattaforme hanno requisiti specifici e richiedono documentazioni particolari. Ad esempio, una piattaforma P2P richiede che le aziende siano redditizie, che abbiano svolto un'attività commerciale per almeno due anni e che abbiano un reddito annuo minimo di £50.000.

Le strutture legali e normative delle attività di prestito P2P e crowdfunding variano notevolmente tra i diversi paesi dell'UE e potrebbero evolversi rapidamente a livello di singoli stati membri ed europeo<sup>7</sup>. Diversi Stati Membri hanno pubblicato apposite linee guida (Germania, Paesi Bassi, Belgio), mentre altri (Italia, Francia, Regno Unito) stanno considerando la possibilità di intervenire a livello normativo (o sono già intervenuti) al fine di facilitare il crowdfunding e proteggere gli investitori. L'introduzione di una normativa equa e proporzionata di questa attività sarebbe fortemente negli interessi degli investitori, dei prestatori e di tutto il settore. In assenza di regolamentazione, esiste un forte rischio di peggioramento degli standard qualitativi, che potrebbe generare perdite per gli investitori, vertenze legali costose e, in ultima analisi, interventi legislativi. La regolamentazione delle piattaforme, se esistente, è normalmente responsabilità dell'autorità di vigilanza del paese in cui vengono raccolti i fondi. Questo condiziona i criteri creditizi delle piattaforme e i volumi dei prestiti nei singoli paesi. Le piattaforme non sono generalmente in grado di raccogliere o erogare finanziamenti a livello transfrontaliero, in virtù della grande disparità delle normative dei diversi paesi<sup>8</sup>.

Le PMI che richiedono prestiti a finanziatori P2P o a piattaforme di crowdfunding presentano la loro richiesta online. La piattaforma, normalmente, richiede una descrizione del tipo di attività/azienda, una spiegazione dell'uso a cui saranno destinati i proventi e il rendiconto finanziario più recente. Nel caso dei prestiti garantiti, le aziende devono presentare una descrizione della garanzia collaterale e i documenti relativi alle garanzie personali. Alcune piattaforme valutano l'affidabilità creditizia del prestatario, e il tasso di interesse da applicare, tramite i loro team interni di valutazione creditizia.

Le piattaforme sono generalmente molto selettive: Unilend, ad esempio, dichiara di approvare solo il 5% delle richieste che riceve.

<sup>7</sup> L'ESMA ha emanato un Parere sul crowdfunding basato su investimenti nel dicembre 2014 mentre l'ABE ha pubblicato un Parere sul crowdfunding basato sui prestiti nel febbraio 2015. Si veda inoltre il sito Web di European Crowdfunding Network per un'analisi delle normative che regolano il crowdfunding: <http://www.eurocrowd.org/>

<sup>8</sup> La consultazione pubblica della Commissione Europea sul crowdfunding ha indicato che solo il 38% delle piattaforme P2P e di equity crowdfunding operano a livello transfrontaliero.

## Opzioni di finanziamento tramite prestiti

Figura 2: Siti di prestiti P2P e crowdfunding e tassi di prestito attuali indicativi<sup>9</sup>

Nome	Paese	Importi raccolti finora	Importo medio raccolto per prestito	Tasso di prestito medio
Lendopolis	Francia	n/d	€10,000 - €1m	5-12%
Lendico	Germania, Spagna e altri	€1m (1° semestre-2014)	n/d	n/d
Unilend	Francia	€9,1m	€83,000	9,3%
Auxmoney	Germania	€190m	€1,000 - €20,000	6,7%
Seedmatch	Germania	€22,7m	n/a	n/d
Zencap	Germania, Spagna	€2m	€10,000 - €250,000	4% - 15,6%
Smartika	Italia	€16,9m	€5,400	6,6%
Arboribus	Spagna	€1,8m	€33,000	7,8%
Comunitae	Spagna	€16,2m	€1,000 - €6,000	12,3%
LoanBook	Spagna	€2,8m	n/a	n/d
Zopa	Regno Unito	€1,0md	<€20,000	3 anni: 4% 5 anni: 5,1%
Funding Circle	Regno Unito	€780m	€7.000 - €1,4m	6-15%
ThinCats	Regno Unito	£130m	€360,000	10,8%

Source: compiled from various sources as of February 2015

### Caso di studio 4: crowdfunding "Burrito Bonds"



Nel 2014, i fondatori della catena di ristoranti messicani Chilango hanno raccolto finanziamenti mediante il sito di crowdfunding Crowdcube per investire nei loro ristoranti di Londra. La mini-obbligazione all'8% su quattro anni ha riscosso un buon successo, superando il target originale di €1,4m molto prima della scadenza. Tutti gli investitori hanno ricevuto due voucher per burrito gratuiti e chi ha investito più di €14.000 ha acquisito il diritto a ricevere cibo gratis per l'intera durata dell'obbligazione. I fondatori di Chilango intendevano utilizzare il denaro per accelerare la prevista apertura di tre nuovi ristoranti a Londra. (<http://www.thisismoney.co.uk/money/smallbusiness/article-2676420/Should-invest-foodie-business-Brands-turn-crowdfunding-investment.html>)

9 L'AFME non approva ufficialmente alcun vendor specifico o utilizzo dei prodotti descritti nella presente guida.

## 4. Emissioni obbligazionarie per le PMI più grandi

Le PMI più grandi possono raccogliere capitale di debito mediante l'emissione di obbligazioni pubbliche o il collocamento privato di obbligazioni, che danno accesso a bacini di capitale più ampi e profondi rispetto ai prestiti. Vi sono diverse fonti di finanziamento tramite debito in Europa per le società di medie dimensioni con fatturati compresi fra 25 e 500 milioni di euro e anche superiori. Le dimensioni minime per un'emissione obbligazionaria o un collocamento privato sono normalmente di circa 20 milioni di euro, anche se possono essere di un minimo di 5 milioni.

Tramite l'emissione di obbligazioni, l'emittente si impegna a rimborsare il capitale agli investitori entro una determinata scadenza e a pagare loro periodicamente gli interessi durante tutta la durata dell'obbligazione. I mercati dei capitali di debito generalmente differenziano queste tipologie di prestiti, a seconda delle condizioni di rimborso, come segue: obbligazioni (scadenza superiore a tre anni), buoni di medio termine (scadenza fino a un massimo di tre anni) e "commercial papers" (scadenza inferiore a un anno).

Le obbligazioni possono essere:

- Quotate o non quotate
- Garantite o non garantite
- Con rating o prive di rating

Le grandi PMI che necessitano di finanziamenti tramite obbligazioni possono considerare i collocamenti privati paneuropei (PEPP). Un PEPP è una transazione di finanziamento tramite debito di medio o lungo termine tra una società, quotata o non quotata, e un numero ristretto di investitori istituzionali, basata su documentazione specifica (ma standardizzata) dell'operazione e negoziata tra il prestatario e l'investitore/gli investitori. In linea generale, queste operazioni avvengono con la partecipazione di uno o più intermediari bancari, operanti in qualità di agenti (ossia in quanto facilitatori tra il prestatario e gli investitori ma non necessariamente in qualità di sottoscrittori).<sup>10</sup> I PEPP possono essere quotati o non quotati, ma normalmente sono destinati alle società non quotate.

Molte obbligazioni sono quotate su una borsa valori dell'UE, anche se questo non è un requisito obbligatorio. In molti paesi esistono programmi speciali per le piccole società in crescita che emettono obbligazioni, come quelli descritti nei paragrafi seguenti. Per maggiori informazioni sui fondi di debito come investitori obbligazionari, vedere il documento a cura del Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI) "Institutional non-bank lending and the role of debt funds", n° 25, Working Paper Series<sup>11</sup>.

### Francia

"Initial Bond Offering" (IBO) è un mercato del debito in cui le società di piccole e medie dimensioni, non quotate e quotate, hanno accesso a investitori sia istituzionali sia retail (nel caso delle offerte pubbliche). Gli emittenti devono raccogliere un importo minimo di €5 milioni su Alternext e di €10 milioni su Euronext. Le società devono conformarsi agli stessi requisiti di ammissione e obblighi continuativi previsti per le tradizionali quotazioni azionarie. Di norma, le cedole sono comprese tra 5% e 8%. Il rating dell'obbligazione è obbligatorio per le società quotate con una capitalizzazione di mercato inferiore a €100 milioni e per le società non quotate che rientrano nella definizione di PMI della Commissione Europea.

### Germania

In Germania, il mercato obbligazionario delle PMI è stato inizialmente lanciato nel 2010 dalla Borsa Valori di Stoccarda per i e Mittelstand (PMI) tedesche. Queste obbligazioni sono oggi negoziate su diverse piattaforme tedesche e sono emesse anche dalle società più piccole, giovani e in crescita:

- Entry Standard alla Deutsche Börse di Francoforte,
- m:access a Monaco,
- Primärmarkt a Düsseldorf.

<sup>10</sup> Per maggiori informazioni sulle operazioni PEPP, vedere <http://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/private-placements/the-pan-european-corporate-private-placement-market-guide/>.

<sup>11</sup> [http://www.eif.org/news\\_centre/publications/EIF\\_Working\\_Paper\\_2014\\_25.htm](http://www.eif.org/news_centre/publications/EIF_Working_Paper_2014_25.htm)

## Emissioni obbligazionarie per le PMI più grandi

Per diverse ragioni, molti investitori in obbligazioni di PMI tedesche hanno registrato tassi di insolvenza relativamente elevati e, in alcuni casi, le operazioni sono state trasferite in segmenti di mercato diversi. Il settore e le istituzioni ufficiali stanno vagliando in che modo apportare modifiche ai programmi futuri per evitare i problemi registrati in passato.<sup>12</sup> Di conseguenza, alcuni mercati stanno chiudendo; è il caso del Mittelstandsmarkt, che è recentemente stato sostituito dal Primärmarkt. Le nuove emissioni obbligazionarie sul Primärmarkt saranno classificate all'interno di tre segmenti diversi a seconda del loro differenziale rispetto a un'obbligazione governativa (o "tasso privo di rischio"). Le obbligazioni con spread fino a 200 punti base al di sopra di questo tasso rientreranno nel Segmento A, gli spread compresi tra 200 e 400 pb nel Segmento B e gli spread oltre i 400 pb nel Segmento C. Obiettivo di questa nuova classificazione è migliorare la percezione del rischio, soprattutto da parte degli investitori retail. Deutsche Börse ha pubblicato una Guida alle prassi migliori nell'aprile 2014, che fornisce alle società e ai relativi intermediari, quali banche e consulenti, raccomandazioni in merito alle emissioni obbligazionarie al fine di migliorarne la qualità. Le raccomandazioni non sono vincolanti, ma consigliabili.

### Italia

Le società italiane possono emettere obbligazioni e "commercial papers" sul mercato MOT, il principale mercato regolamentato di Borsa Italiana, accessibile agli investitori sia istituzionali sia retail. Le obbligazioni possono inoltre essere emesse sul mercato ExtraMOT PRO, riservato agli investitori professionali. ExtraMOT PRO consente alle aziende di emettere strumenti di debito, nonché di approfittare delle opportunità e dei vantaggi fiscali del nuovo quadro normativo italiano. Questa tipologia speciale di quotazione su ExtraMOT PRO permette alle aziende italiane, e in modo particolare alle PMI, di accedere agli investitori istituzionali, ad esempio le compagnie assicurative o i fondi pensione, con un approccio flessibile, più semplice e agevole che sul mercato regolamentato.

Le principali caratteristiche delle mini-obbligazioni quotate su ExtraMOT PRO sono:

- Nessun volume minimo di emissione
- Dimensioni medie di 25-30 milioni di euro
- Scadenze a 5-7 anni
- Cedole fisse o variabili
- Rendimento medio annuo del 6%<sup>13</sup>
- Rating non obbligatorio (le obbligazioni sono generalmente prive di rating, un terzo sono provviste di rating)
- Non è richiesto un prospetto completo ma la documentazione di ammissione è generalmente minuziosa in quanto gli investitori hanno mostrato di desiderare informazioni dettagliate su covenant, copertura dei flussi di cassa, uso dei proventi e altri importanti criteri.

### Spagna

Il Mercato Alternativo del Reddito Fisso (MARF) è un'iniziativa spagnola che punta a incanalare le risorse finanziarie verso un numero elevato di società solvibili, che possono servirsi di questo mercato per emettere titoli a reddito fisso. Il MARF ha la struttura legale di una Multilateral Trading Facility (MTF).

I requisiti di accesso previsti dal MARF sono più flessibili di quelli dei mercati regolamentati ufficiali e garantiscono un'elaborazione più rapida delle emissioni di titoli. In questo modo, le società che utilizzano il MARF possono beneficiare di procedure semplificate e costi inferiori.

Un importante operatore di questo mercato è il consulente registrato, che offre consulenza alle società che utilizzano il MARF in merito ai requisiti normativi per la quotazione dei titoli e su diversi altri temi. Le consulenze vengono fornite al momento dell'emissione delle obbligazioni e per tutta la durata dell'emissione.

Il MARF punta a essere più semplice e meno costoso del normale mercato dei titoli quotati. Non sono previste dimensioni minime o massime per le transazioni. Sebbene la maggior parte delle operazioni siano state di volume pari a circa 50 milioni

<sup>12</sup> All'inizio di ottobre 2014, i dati ufficiali riportavano 23 obbligazioni di PMI in difficoltà (cfr. Brächer et al., 2014). Secondo il FEI, la serie di insolvenze, soprattutto tra le società del settore delle energie rinnovabili, ha sollevato alcuni timori sugli standard in vigore in merito a trasparenza, divulgazione, contabilità e rating. Di conseguenza, questo segmento di mercato è stato oggetto di copertura mediatica negativa in Germania, con ripercussioni sulla pipeline di nuove operazioni previste per gli M-Bonds (cfr. EIF Working Paper 2014/25).

<sup>13</sup> Rendimenti medi indicativi al 23 febbraio 2015 degli elementi costitutivi italiani dell'Indice Iboxx High Grade e Iboxx High Yield con scadenze tra 5 e 7 anni.

di euro, ve ne sono state sia di più grandi che di più piccole, con scadenze a 5, 6, 7 e 10 anni. Le transazioni possono utilizzare strutture diverse, essere garantite o non garantite, di tipo "bullet" o ad ammortamento, e avere cedole fisse o variabili.

Il mercato ha anche un segmento dedicato ai "commercial papers" dove, attualmente, cinque emittenti hanno programmi CP in essere, con scadenze comprese tra una settimana e due anni.

### Regno Unito

La Order Book for Retail Bonds ("ORB") è una piattaforma creata dal London Stock Exchange, utilizzata per lo più da singoli investitori. È richiesta la pubblicazione di un prospetto completo. Al contrario dei mercati obbligazionari tradizionali, concepiti per gli investitori professionali, questo mercato consente agli investitori di acquistare obbligazioni in blocchi anche del valore di sole 1000 sterline. Il volume di emissione minimo è pari a £200.000 e non vi sono requisiti in termini di rating. I volumi delle singole emissioni possono essere compresi tra 15 milioni e 300 milioni di sterline, con la maggior parte delle emissioni tra 50 e 75 milioni. Le scadenze sono comprese fra 5 e 12 anni e le obbligazioni possono avere cedole a tasso fisso comprese tra 4,75% e 6,25% o essere a tasso variabile.

### Caso di studio 5: AgroGeneration raccoglie €9,4m mediante un'emissione obbligazionaria

AgroGeneration è un produttore di materie prime agricole, nello specifico cereali e semi oleosi, basato in Ucraina. La società rimette a coltivazione i terreni incolti che hanno sofferto di sottoutilizzo e sottoinvestimenti per lunghi periodi di tempo.

Nel 2012, la società aveva profitti per €2,3 milioni ed era ben capitalizzata, con un capitale proprio di €39,2m e un rapporto debito/capitale netto di solo 22%.

La società desiderava sostituire i propri prestiti bancari di breve termine con un debito a lunga scadenza, ritenuto più appropriato per i fabbisogni finanziari di lungo termine della società correlati al lungo ciclo del settore agricolo.

Nel 2012, AgroGeneration ha raccolto €9,4 milioni emettendo un'obbligazione sul mercato Alternext di NYSE Euronext Paris. Ogni sei mesi, la società paga un tasso di interesse fisso annuo dell'8%. L'obbligazione non ha ricevuto rating da alcuna agenzia di rating di credito.



## 5. Raccolta di capitale

Per un'azienda nelle fasi iniziali, la forma più comune di finanziamento è costituita dai fondi messi a disposizione dalle risorse dell'imprenditore e/o dai finanziamenti di familiari e amici, spesso sotto forma di capitale proprio. Per le società in crescita e con flussi di cassa imprevedibili il finanziamento tramite capitale azionario può essere più idoneo di un prestito. Tali società possono includere le start-up e le società agli stadi iniziali del loro sviluppo, ovvero le società consolidate che raccolgono fondi per espandersi, ad esempio per penetrare nuovi mercati, investire in ricerca e sviluppo o acquisire società esterne.

I finanziamenti tramite capitale azionario comportano la vendita di una parte dell'azienda a un investitore, che in seguito condivide i rischi e i rendimenti derivanti dalla proprietà delle azioni. Spesso, l'investitore può contribuire a migliorare la strategia aziendale. Dal punto di vista degli investitori, un investimento in capitale offre il potenziale di accrescere il valore degli investimenti, ricompensandoli del rischio a cui si espongono. Un incremento del capitale proprio può inoltre contribuire a migliorare il profilo di credito e il rating di una PMI. Gli investitori azionari desiderano ricevere un rendimento tramite la crescita di lungo termine del valore delle loro azioni, nonché dai dividendi. Solitamente, pianificano l'uscita dall'investimento in un dato momento futuro, quando venderanno le azioni di loro proprietà e realizzeranno un profitto. Una società che raccoglie finanziamenti tramite capitale azionario dovrà essersi dotata di efficaci procedure di corporate governance. Un compito piuttosto impegnativo che può, tuttavia, rappresentare anche un approccio disciplinare utile per la dirigenza.

Sono disponibili numerose fonti di finanziamento tramite capitale azionario, a seconda dell'importo dell'investimento e dello stadio di sviluppo della società, come descritto nel seguito.

Figura 3: **Provider di capitali**

Fonte	Intervallo tipico del valore del capitale raccolto typical value range for capital raised
Familiari e amici	<€100.000
Angel investor	€25.000 - €250.000
Equity crowdfunding	€1.000 - €1m
Capitale di rischio e private equity	€200.000 - €5m
Quotazione pubblica (mediana)	€4-15m+

Fonte: dati raccolti da AFME

Le società dovrebbero chiedere ai propri consulenti una stima dei costi associati alla raccolta di capitali tramite angel investor, fondi di capitale di rischio, fondi di private equity e IPO, in quanto questi possono variare in modo significativo.

### 5.1 Familiari e amici

Per molte delle società più giovani, amici e familiari rappresentano la fonte di finanziamento tramite capitali più prontamente disponibile. Molte attività di successo sono state lanciate con questo tipo di finanziamento. È particolarmente importante, in quanto poter disporre di una solida base di capitali dall'inizio, conferita da persone che hanno una relazione con il fondatore, accresce fortemente le possibilità di sopravvivenza di una nuova azienda.

I finanziamenti disponibili tramite familiari e amici saranno, presumibilmente, inferiori a quelli offerti dalle fonti professionali, ma potrebbero essere offerti con meno condizioni e in modo più informale. Un'informalità che non va tuttavia esagerata. Persino (o, forse, specialmente) con amici e familiari è importante disporre di buone procedure di governance. È essenziale assicurarsi che le condizioni dell'investimento siano chiare e che entrambe le parti comprendano le implicazioni in caso di successo o di fallimento dell'attività. Ad esempio, è indispensabile identificare esattamente e chiaramente fattori quali l'utilizzo che si intende fare dei fondi, in che modo l'investimento influenza la governance della società e in che modo/se l'investitore può modificare o vendere la propria partecipazione.

Come per qualsiasi investimento, è consigliabile che entrambe le parti richiedano una consulenza professionale.

## 5.2 Equity crowdfunding

Analogamente al crowdfunding di debito presentato nella Sezione 3, le piattaforme di crowdfunding azionario hanno conosciuto una grandissima diffusione negli ultimi anni. Nell'ambito di queste piattaforme, i soggetti privati (individui, club e società) possono acquisire partecipazioni azionarie in altre società.

Poiché si tratta di una forma di finanziamento nuova, il contesto normativo è ancora in fase di evoluzione<sup>14</sup>. Nel Regno Unito, ad esempio, gli investitori in debito e capitale azionario tramite crowdfunding devono rientrare nella categoria di investitori "esperti" ("sophisticated"), ossia dimostrare di avere competenze d'investimento e fondi sufficienti a sostenere le potenziali perdite.

In linea generale, valgono i medesimi vantaggi (gamma più ampia di investitori potenziali, investitori che potrebbero essere più interessati al settore specifico, accesso a finanziamenti nonostante una rischiosità significativa) e svantaggi (un settore ancora volatile, l'anonimato degli investitori e la necessità di offrire operazioni attraenti ai potenziali investitori) del crowdfunding di debito.

I casi di studio seguenti sono due esempi di società che hanno utilizzato con successo le piattaforme di crowdfunding azionario per soddisfare le proprie esigenze specifiche.

### Caso di studio 6: finanziamento di un'applicazione mobile per lo shopping

Un esempio di crowdfunding azionario riuscito è Shareight, l'app mobile per lo shopping. La società ha stabilito un nuovo record per la piattaforma di equity crowdfunding Seedrs nell'aprile 2014, riuscendo a raggiungere il target di raccolta iniziale di £350.000 entro 17 ore dal lancio del pitch, raccogliendo un totale di £662.000. Shareight, una società con sede a Londra, gestisce un'interfaccia di e-commerce che consente agli utenti di trovare e condividere prodotti retail su smartphone e tablet. Shareight aveva programmato di utilizzare il finanziamento per lanciare l'app su Android e ottimizzare il sistema di check-out, al fine di realizzare il proprio obiettivo di diventare il luogo per eccellenza dello shopping su dispositivi mobili.



### Caso di studio 7: denaro per turbine eoliche nel Dorset

La società di sviluppo di progetti energetici, DistGen Rogershill, ha raccolto £860.000 per un progetto di turbine eoliche da 500kW nel parco eolico di Rogershill Farm nel Dorset, mediante l'emissione su crowdfunding di una Variable Return Debenture. Con la Variable Return Debenture, l'investitore percepisce una percentuale del profitto generato dalla vendita dell'elettricità prodotta dal progetto, invece che un dividendo fisso. DistGen Rogershill ha utilizzato il proprio denaro per sviluppare e costruire il progetto e, a progetto completato e operativo, si è attivata per rifinanziarlo in modo da riciclare i fondi in nuovi progetti eolici. La raccolta di fondi ha inoltre offerto alla popolazione locale la possibilità di condividere i benefici finanziari del progetto.

## 5.3 Angel investor

Gli angel investor sono una preziosa fonte di finanziamento tramite capitale azionario per le PMI. Si tratta di facoltosi investitori privati, o gruppi di investitori privati, spesso già imprenditori e uomini d'affari di successo, che decidono di investire il proprio capitale in aziende più piccole, spesso operanti nei settori in cui hanno già esperienza, alle quali possono apportare valore aggiunto mediante il mentoring dei dirigenti o la presentazione delle opportunità disponibili.

<sup>14</sup> Vedere la Nota a piè pagina 7

## Raccolta di capitale

Rispetto agli investitori di capitale di rischio e private equity (Sezione 5.4), gli angel investor tipicamente investono importi inferiori (ad esempio tra €25.000 e €250.000<sup>15</sup>) in uno stadio di sviluppo precedente a quello in cui investirebbero molti fondi di capitale di rischio. Sempre più spesso, investono assieme ad altri angel investor e fondi di capitale di rischio per società in fase iniziale o collaborano con altri investitori (quali piattaforme di crowdfunding, business accelerator, fondi di co-investimento pubblico e family office).

Il contributo degli angel investor, di norma, va ben al di là del denaro investito: spesso dispongono di conoscenze settoriali e di contatti che mettono a disposizione delle PMI e possono divenire direttori non esecutivi delle stesse. Analogamente a ciò che fanno gli investitori di capitale di rischio, selezionano le società in cui investire, effettuano le analisi di due diligence e supportano attivamente le società in cui investono. Esistono diverse agenzie e portali specialistici che mettono in comunicazione gli angel investor con le società alla ricerca di finanziamenti tramite capitale.

Figura 4: **Processo di investimento tipico degli angel investor**

<b>Sourcing dell'operazione</b>	La maggior parte del sourcing delle operazioni proviene dalle reti di angel investor e dalle interazioni con altri operatori dell'ecosistema, quali provider di servizi, società di capitale di rischio e incubatori (fondi specializzati nel supporto delle imprese in fase iniziale e delle start up).
<b>Screening delle operazioni</b>	Le richieste vengono normalmente gestite centralmente con un pacchetto software. Lo screening iniziale delle operazioni può essere effettuato dagli angel investor stessi ovvero attraverso una procedura più formale del gruppo/della rete di angel investor.
<b>Presentazione delle società agli investitori</b>	Le società possono essere contattate e ricevere coaching in relazione alle aspettative degli investitori e a come meglio presentare la propria attività.
<b>Due diligence</b>	Le società selezionate possono essere invitate a presentarsi agli angel investor in occasione di eventi specifici. Gli investitori discuteranno di tutti gli aspetti della società e delle potenziali operazioni in una sessione a porte chiuse.
<b>Condizioni dell'investimento e negoziati</b>	La due diligence viene di norma effettuata formalmente e prevede: un'analisi competitiva, la convalida di prodotti e proprietà intellettuale, una valutazione della struttura della società, dei dati finanziari e dei contratti, una verifica delle tematiche di conformità e la verifica delle referenze del team.
<b>Condizioni dell'investimento e negoziati</b>	Se gli angel investor sono interessati all'operazione, verranno preparati i documenti con le condizioni e verrà negoziata la valutazione della società.
<b>Investimento</b>	Gli angel investor interessati possono investire individualmente o formare un consorzio per investire nella società. Dopo la firma formale dei documenti, vengono raccolti i finanziamenti concordati.
<b>Supporto post-investimento</b>	Dopo l'investimento, gli investitori spesso monitorano, consigliano e assistono la società mettendo a disposizione la loro esperienza e le conoscenze. Inoltre, gli investitori spesso lavorano a stretto contatto con la società per agevolare un'uscita, ad esempio un'offerta pubblica iniziale ovvero la vendita a un'altra società.

Fonte: OCSE

## 5.4 Capitale di rischio e private equity

I fondi di capitale di rischio (venture capital, VC) e i fondi di private equity (PE) sono specializzati nell'investimento nel capitale di aziende non quotate in borsa, raccogliendo finanziamenti significativi tra gli investitori istituzionali, e talvolta i singoli investitori, a supporto dei loro fondi. I fondi VC investono in società che si trovano nelle fasi iniziali del loro sviluppo e presentano un forte potenziale di crescita. Solitamente ricoprono ruoli attivi nelle società in cui investono, tipicamente collaborando alla messa a punto della strategia. I fondi PE Growth (di "crescita") investono in società relativamente mature, e in misura minore nelle PMI, che richiedono finanziamenti addizionali al fine di espandersi, di penetrare nuovi mercati o di finanziare un'acquisizione.

Gli investitori VC/PE cercano le aziende per le quali sono previsti rendimenti da investimento elevati, solitamente almeno un tasso di crescita composito medio del 30%, con l'intenzione, ad esempio, di triplicare il valore del loro investimento nell'arco di 4-5 anni, prima di uscire dalla società. La necessità di rendimenti tanto elevati sull'investimento si spiega con il rischio a cui si espongono, dal momento che una proporzione significativa delle società presenti nei loro portafogli non raggiungono i risultati target.

<sup>15</sup> L'entità media delle operazioni è compresa tra €100.000 e €200.000 nella maggior parte dei paesi europei. Valutazione di EU Member States' Business Angel Markets and Policies, Final Report, ottobre 2012 (Centre for Strategy & Evaluation Services).



Gli investitori VC/PE normalmente assumono quote di minoranza significative nelle società in cui investono o, in alcuni casi, partecipazioni di controllo. I loro investimenti possono essere attentamente strutturati - ad esempio con più di una classe di capitale e una parte di finanziamento tramite debito - al fine di incrementare il potenziale rendimento del capitale. La struttura può includere anche elementi di finanziamento "mezzanine" - una forma di finanziamento tramite debito che è classificato a un livello inferiore rispetto ad altro debito o al debito senior di una società nella scala delle priorità di ripartizione degli attivi in caso di fallimento della medesima - con un tasso di interesse più elevato e che solitamente beneficia di una qualche forma di rendimento azionario tramite warrant di azioni o diritti di conversione. L'investitore chiederà di essere rappresentato nel consiglio di amministrazione e determinati standard di corporate governance, incluse assemblee periodiche del consiglio e una rendicontazione finanziaria dettagliata.

Alcuni fondi VC e PE si specializzano in settori specifici. Ad esempio, vi sono fondi specialistici di biotecnologia e tecnologia finanziaria raggruppati nei cosiddetti "cluster" attorno a diverse città europee. Un imprenditore alla ricerca di un investimento da parte di un fondo specialistico dovrebbe pertanto essere disposto a guardare al di là dei propri confini nazionali.

I finanziamenti VC spesso avvengono in sei stadi diversi, che corrispondono alle fasi di sviluppo di una società<sup>16</sup>:

- **Seed:** finanziamento di basso livello per dimostrare una nuova idea.
- **Start-up:** nuove aziende che necessitano di fondi per sostenere le spese di marketing e di sviluppo dei prodotti.
- **Primo round:** finanziamenti per manifattura e vendite iniziali.
- **Secondo round:** capitale operativo per società in fase iniziale che vendono prodotti ma non realizzano profitti.
- **Terzo round:** anche noto come finanziamento "mezzanine", si tratta del denaro necessario a espandere una società.
- **Quarto round:** anche noto come finanziamento "ponte" (o "bridge financing"), il finanziamento di quarto round finanzia la procedura di quotazione in una borsa valori.

Alcuni investitori VC/PE si specializzano nella fornitura di capitali di risanamento o salvataggio (turnaround) per le aziende non redditizie o che non riescono a crescere. In questo caso, gli investitori assumeranno un controllo gestionale maggiore, spesso introducendo i propri funzionari esecutivi senior e apportando grandi cambiamenti all'azienda in questione, alla sua strategia e alla base di costi.

Nell'Appendice 1 vengono forniti i link alle principali associazioni di capitale di rischio e private equity a livello europeo e nazionale.

### Il processo di investimento VC e PE

Presentare una richiesta di capitale azionario alle società VC e PE può essere un processo lungo, senza alcuna garanzia di successo, che può durare da tre a sei mesi. Il processo d'investimento VC/PE inizia con la preparazione di un piano aziendale, che costituisce il documento di presentazione da mostrare agli investitori. Il piano aziendale includerà informazioni finanziarie dettagliate sulla società, quali le performance storiche e le previsioni per gli esercizi futuri. Il vostro commercialista o un altro consulente vi potranno aiutare nella preparazione del piano aziendale.

Dopo aver parlato con diversi potenziali investitori, la società di norma inizierà negoziati più specifici con una sola azienda. La società VC/PE stimerà il valore dell'azienda proponendo una struttura di investimento, ivi incluse le condizioni chiave dell'investimento proposto. Se le condizioni vengono concordate, l'investitore effettuerà un'indagine di due diligence, esaminando nel dettaglio tutte le informazioni disponibili sulla società. Se l'investitore è soddisfatto dell'esito della due diligence, la società e l'investitore negozieranno le condizioni definitive e le condizioni degli accordi relativi al finanziamento, inclusi, se del caso, i contratti di gestione e gli incentivi.

//  
I finanziamenti VC spesso avvengono in sei stadi diversi, che corrispondono alle fasi di sviluppo di una società  
//

<sup>16</sup> Fonte: Corporate Finance, Ross, Westerfield, Jaffe, 2010

### Box 1: Cluster nell'UE

Il termine "cluster" definisce un ecosistema composto da PMI, grandi imprese, università, banche, angel investor, investitori di capitale di rischio, banche per lo sviluppo regionale e nazionale, concentrati in un determinato luogo. La presenza di un cluster stimola la cooperazione infrasettoriale e l'innovazione, facilitando lo sviluppo di soluzioni collaborative, la creazione di posti di lavoro, l'internazionalizzazione e l'accesso ai finanziamenti.

Le PMI all'interno dei cluster godono di un significativo supporto, di reti esterne e di un buon accesso a potenziali investitori, quali fondi di capitale di rischio e angel investor, interessati a un determinato settore emergente con un alto potenziale di crescita.

#### Collegamenti:

Il portale dei cluster della Commissione Europea fornisce strumenti e informazioni sulle principali iniziative, azioni ed eventi a livello europeo per i cluster e le relative PMI, con l'obiettivo di creare più cluster di qualità mondiale in tutta l'UE. [http://ec.europa.eu/enterprise/initiatives/cluster/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/enterprise/initiatives/cluster/index_en.htm)

Il Cluster Observatory è una piattaforma online, gratuita e facile da utilizzare che offre un punto di accesso centralizzato a dati e analisi dei cluster, delle organizzazioni di cluster e delle condizioni del quadro microeconomico regionale in Europa. [www.clusterobservatory.eu](http://www.clusterobservatory.eu)

## 5.5 Quotarsi in borsa: requisiti, processo e tempistica della procedura di quotazione

Quotare il capitale azionario su una borsa valori non è un privilegio riservato alle imprese più grandi. In Europa esistono mercati dove le PMI possono vendere titoli azionari; generalmente, le PMI si quotano sui mercati cosiddetti "junior", ad esempio l'AIM nel Regno Unito, che solitamente prevedono requisiti e spese meno onerosi.<sup>17</sup>

Non tutte le quotazioni di azioni sono in effetti Offerte Pubbliche Iniziali (IPO)<sup>18</sup>:

- Un'**Offerta Pubblica Iniziale** (IPO) è l'offerta di nuove azioni al pubblico, per la quale è obbligatoria la pubblicazione di un prospetto certificato da un'autorità di vigilanza competente (requisito ai sensi della Direttiva UE 2001/34/CE).
- Un **collocamento privato** è un'offerta di nuove azioni a un numero limitato di investitori qualificati. Le società non sono tenute a pubblicare un prospetto, anche se un memorandum di collocamento privato viene spesso fornito agli investitori potenziali.
- Un **introduzione** è l'ammissione di azioni esistenti in una borsa valori senza un'offerta di nuove azioni. Non si tratta di un modo per raccogliere capitali, ma di un metodo per rendere le azioni più negoziabili.

In Francia, in Germania, in Spagna, in Italia e nel Regno Unito, oltre 1500 società sono quotate su mercati "junior" e rappresentano quasi 126 miliardi di euro di capitalizzazione di mercato<sup>19</sup>. Su Euronext Alternext, ad esempio, il 48% delle società ha un fatturato annuo inferiore a 25 milioni di euro<sup>20</sup>.

Sebbene i requisiti per la quotazione sui mercati di borsa junior siano meno onerosi che sui mercati principali, entrare a far parte di queste borse valori rappresenta comunque un impegno significativo in termini di tempo e spesa. I requisiti di quotazione meno rigidi spesso fanno sì che questi mercati non prevedano una soglia minima di raccolta di capitale azionario: dal 2007 ad oggi, 19 emittenti, ad esempio, hanno raccolto meno di 1 milione di euro sui mercati junior di Francia, Germania, Italia, Spagna e Regno Unito. Tuttavia, la maggior parte dei mercati richiede un importo minimo di emissione azionaria per

<sup>17</sup> Nell'Appendice 3 sono riportati in dettaglio i diversi mercati azionari europei accessibili alle PMI.

<sup>18</sup> Si noti che tutti i dati sono inclusivi del capitale raccolto tramite IPO e collocamenti privati.

<sup>19</sup> Dati raccolti dall'autore: AIM, Entry Standard, Alternext, AIM Italia, MAB al mese di febbraio 2015.

<sup>20</sup> Fonte: Euronext al mese di giugno 2014.

## Box 2: ELITE programme

Elite è un programma di due anni ideato dal London Stock Exchange per aiutare le PMI a realizzare gli obiettivi di crescita, preparandole all'accesso esterno alle opportunità di raccolta di fondi. Il programma è dedicato alle PMI con un'attività solida e una chiara strategia di crescita che devono colmare un deficit di finanziamento. Elite offre un approccio innovativo, che prevede un programma di formazione, un'area di lavoro supportata da un modello di consulenza formativa (tutorship) e un accesso diretto alla comunità finanziaria mediante strutture digitali dedicate. È inoltre "capital neutral" nei confronti di qualsiasi opportunità di finanziamento (IPO, PE, prodotti di debito e altre). Il programma è disponibile in tutta Europa.

### Collegamenti:

Internazionale: <http://elite-growth.com>

Italia: <http://elite.borsaitaliana.it>

Regno Unito: <http://elite.londonstockexchange.com>

fornire un "flottante libero". Le società che intendono offrire azioni su un mercato junior normalmente raccolgono diversi milioni di euro di capitale azionario (dal 2007, il 50% degli emittenti ha raccolto un minimo di €7,4m su Alternext, di €6m sull'Entry Market di Deutsche Börse, di €5,4m sull'AIM di Borsa Italiana, di €4,4m sul Mercado Alternativo Bursatil (MAB) in Spagna e di €14,1m sull'AIM del London Stock Exchange)<sup>21</sup>.

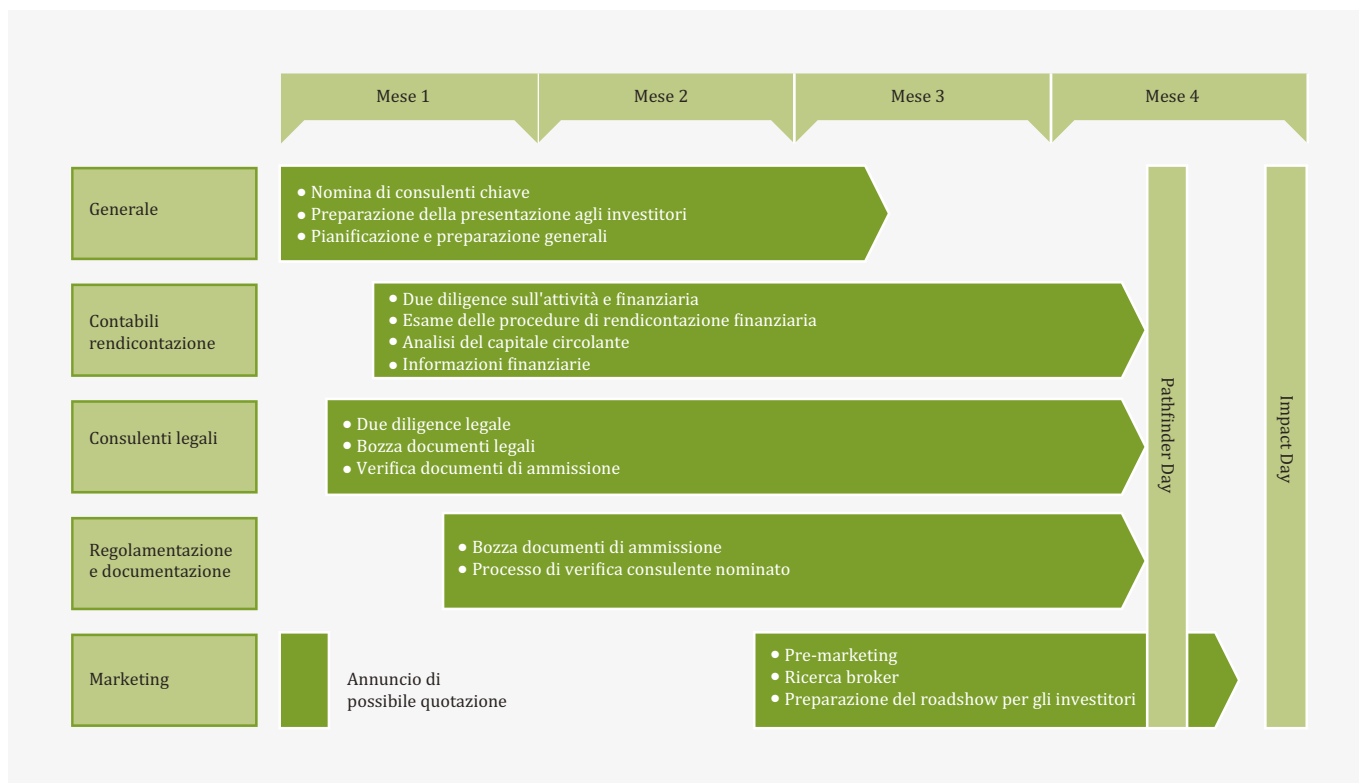
### Quotazione azionaria: processo, tempistica e requisiti

Per raccogliere capitale in una borsa valori o mercato regolamentato, le società vendono una parte del proprio capitale agli investitori (prevalentemente istituzionali ma anche retail, nel caso delle IPO). Il processo di quotazione coinvolge diversi partecipanti (banche, investitori, avvocati, consulenti, contabili, borse) e può durare dai tre ai sei mesi. La società nomina i consulenti chiave che la aiuteranno a creare il "business case" (documento di progetto) da presentare ai potenziali investitori, che sarà delineato nel prospetto/memorandum di collocamento privato e nella documentazione preparata per il roadshow (che avviene nel corso delle ultime settimane prima dell'IPO). Per rassicurare gli investitori che l'azienda è gestita in modo adeguato e che i conti sono tenuti accuratamente, gli esperti contabili effettuano la due diligence sull'attività e la situazione finanziaria.

Il contatto principale nel corso del processo è l'underwriter (sottoscrittore) o sponsor, ossia la banca o la banca d'investimento che commercializza le azioni di una società agli investitori; sono tuttavia coinvolti anche altri partecipanti, quali contabili, avvocati e borse valori.

<sup>21</sup> Fonte: Dealogic, capitale raccolto sui Mercati Junior (solo offerte sui mercati primari) dal 2007 al febbraio 2015. Si veda l'Appendice 4.

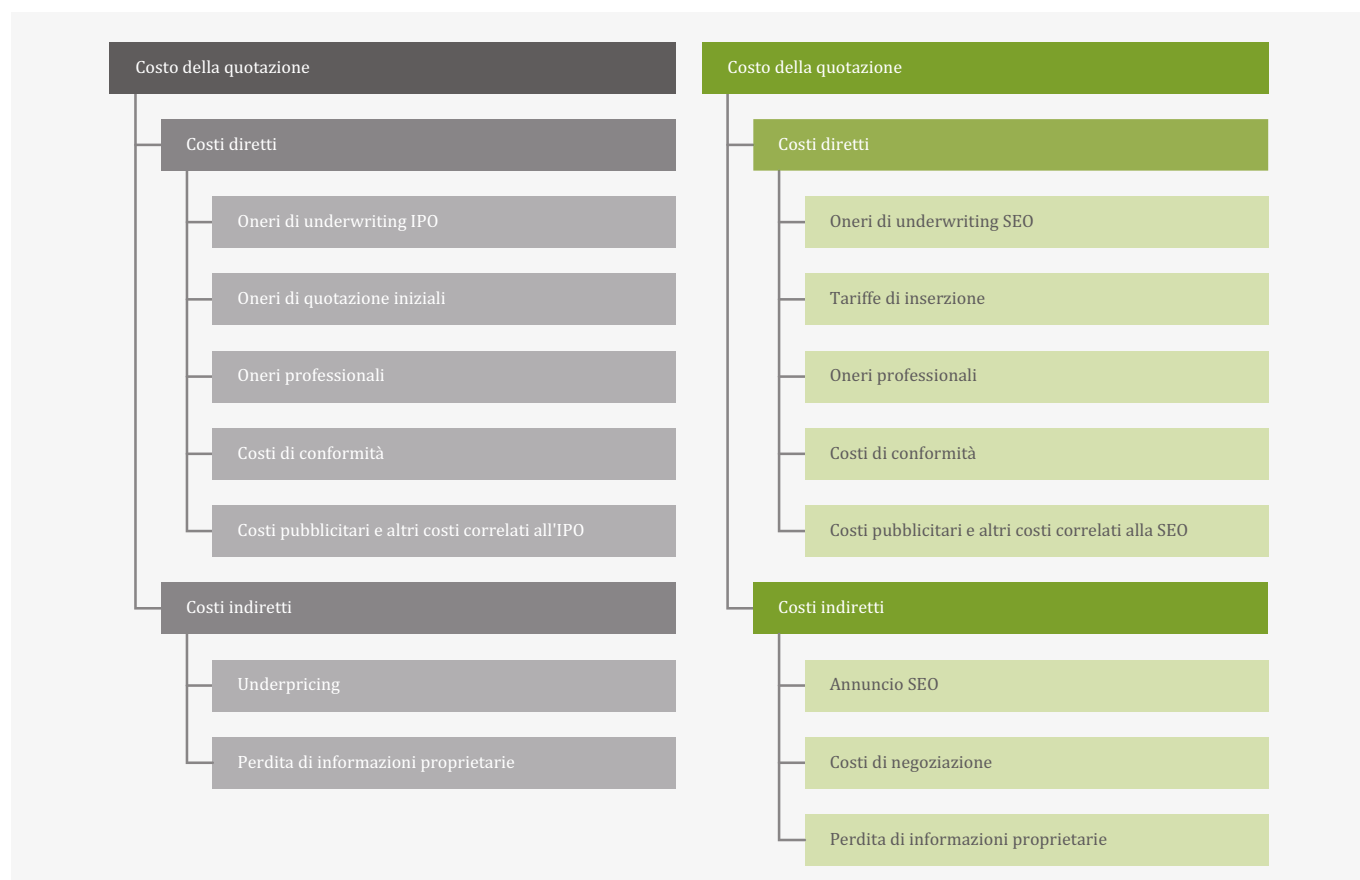
Figura 5: **Tempistica indicativa di un'IPO**



Fonte: PWC

I costi associati a una quotazione in Europa variano a seconda dell'importo del capitale raccolto. Nella maggior parte dei paesi europei, anche se non in tutti, il costo totale di una quotazione è normalmente compreso tra il 7% e il 10% dell'importo raccolto. I costi includono le commissioni corrisposte alle banche di investimento (commissioni di sottoscrizione), agli esperti legali e ai contabili, nonché altri costi legati, ad esempio, al marketing e alla quotazione.

Le società devono inoltre tenere conto degli importanti costi successivi che una società quotata deve sostenere, quali i costi legati alla conformità normativa e alla pubblicazione di rendiconti finanziari periodici, nonché al mantenimento di un supporto in termini di pubbliche relazioni con il mondo finanziario.

Figura 6: **Costi illustrativi di un' IPO**<sup>22</sup>

Fonte: Deutsche Börse

Per maggiori informazioni sui requisiti per la quotazione in borsa, vedere l'Appendice 3.

### Caso di studio 8: IPO di capitale azionario per una società produttrice di cuori artificiali

Carmat, società francese di progettazione e sviluppo di cuori artificiali avanzati, necessitava di capitali per finanziare lo sviluppo del proprio prodotto altamente innovativo. Un prestito bancario era da escludere a priori, in quanto l'azienda non era ancora redditizia, pertanto, si è deciso di raccogliere fondi tramite IPO.

L'operazione è stata strutturata come un'offerta pubblica in Francia e come collocamento privato internazionale in alcuni altri paesi.

Durante il roadshow, Carmat ha evidenziato molte caratteristiche che avrebbero potuto assicurarle successo sul mercato azionario: tecnologia d'avanguardia, un prodotto altamente innovativo, un team di gestione di buona qualità, una forte domanda medica e un mercato dal grande potenziale. Nel corso dell'IPO lanciata su Alternext nel giugno 2010, sono state emesse più di 900.000 azioni a €18,75 per azione, con una raccolta di €16,5 milioni; l'azienda è stata valutata €71 milioni.

Nel 2015, nonostante non fosse ancora redditizia, l'azienda era già valutata €300 milioni, dopo avere testato con successo i cuori artificiali di sua produzione su pazienti umani e in procinto di lanciare un prodotto commercialmente sostenibile.

<sup>22</sup> Nella Figura 6, SEO si riferisce ad un'offerta azionaria stagionato o secondario - una nuova emissione di capitale da una società già quotata in borsa.

### 6. Piani di sostegno paneuropei e governativi per le PMI

Molti governi europei e istituzioni pubbliche paneuropee offrono un grande supporto in termini di prestiti e/o capitale alle PMI. A questo supporto si accede normalmente tramite una banca o altro provider finanziario, in quanto non può essere richiesto direttamente da un singolo o da una società. Ciononostante è utile, per un prestatario, essere consapevole dei programmi di supporto, anche indiretto, disponibili. (Informazioni dettagliate sui piani di supporto paneuropei e nazionali sono riportate nell'Appendice 2).

#### 6.1 Programmi paneuropei

**La Banca Europea per gli Investimenti (BEI)** è la banca dell'Unione Europea, prevalentemente focalizzata sullo sviluppo economico dell'UE e sull'integrazione tramite le operazioni finanziarie. La BEI è di proprietà dei 28 stati membri dell'Unione Europea e ha un budget destinato ai prestiti di circa 60 miliardi di euro l'anno, di cui circa 12 miliardi allocati specificatamente alle PMI, che tuttavia possono ricevere prestiti dalla BEI solo attraverso banche commerciali partner e intermediari finanziari. Le condizioni dei prestiti sono stabilite dall'intermediario che conferisce almeno lo stesso importo della BEI (almeno il 50% del prestito). I contatti per i partner della BEI nei singoli Stati Membri sono reperibili tramite il link seguente: [www.eib.org/projects/priorities/sme/eu/index.htm](http://www.eib.org/projects/priorities/sme/eu/index.htm).

**Il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI)** è una partnership pubblica-privata, di proprietà della BEI, della Commissione Europea e di 25 istituzioni finanziarie di 14 Stati Membri e della Turchia. Alla fine del 2013, gli impegni netti totali del FEI nei confronti di capitale di rischio e fondi di private equity ammontavano a oltre €7,9 miliardi. Con investimenti in oltre 480 fondi, il FEI è il principale player del mercato del capitale di rischio europeo, soprattutto nei settori high-tech e degli stadi di sviluppo iniziali. Inoltre, sempre alla fine del 2013, gli impegni di garanzia su prestiti del FEI ammontavano a più di €5,6 miliardi su oltre 300 operazioni; un importo che posizionava il fondo tra i principali garanti di prestiti alle PMI in Europa e come garante leader nel settore della microfinanza.<sup>23</sup>

Figura 7: Investimenti della BEI e del FEI

Istituzione	Prodotto	Importo investito
BEI	Prestiti	€18,5 miliard (2013)
FEI	Capitale	€1,5 miliard (fine 2013)
FEI	Garanzie	€1,9 miliard (fine 2013)

La mission del FEI è supportare le microaziende e le PMI europee, aiutandole ad accedere ai finanziamenti. Il FEI non fornisce finanziamenti o garanzie direttamente alle PMI, bensì fa affidamento su intermediari partner, quali le banche, i fondi di private equity e le istituzioni di microfinanza in ogni Stato Membro. Il FEI fornisce capitale, prestiti e garanzie agli intermediari finanziari al fine di incrementare la loro capacità di prestito e di investimento. Eliminando una parte del rischio per gli intermediari, spera quindi di incoraggiare i finanziamenti alle PMI. Il FEI offre finanziamenti tramite capitale azionario e debito attraverso l'intera catena di valore della creazione d'impresa, dai primissimi stadi dello sviluppo della proprietà intellettuale fino agli stadi intermedi e finali della crescita delle aziende.

Infine, il FEI offre servizi di consulenza e finanziamenti tramite capitale agli angel investor e ai fondi di private equity.

#### Altre iniziative paneuropee

- **Fondi strutturali:** gli Stati Membri forniscono finanziamenti alle PMI tramite i programmi nazionali e regionali e i programmi di cooperazione territoriale europei. Informazioni in merito a questi programmi in ogni paese dell'UE sono reperibili a questo indirizzo: [www.ec.europa.eu/regional\\_policy/manage/authority/authority\\_en.cfm](http://www.ec.europa.eu/regional_policy/manage/authority/authority_en.cfm).
- **Programma per la competitività delle imprese e delle PMI (COSME):** il COSME opera mediante garanzie di finanziamenti per le banche, al fine di aiutarle a fornire più prestiti e leasing finanziari alle PMI.
- **Programma Risorse europee congiunte per le micro, le piccole e le medie imprese (JEREMIE):** l'iniziativa JEREMIE offre strumenti finanziari, inclusi garanzie, prestiti e capitale agli intermediari finanziari.
- **InnovFin:** per le PMI innovative, InnovFin generalmente offre garanzie sui finanziamenti tramite debito compresi tra €25.000 e €7,5m.

23 Fonte: European Small Business Finance Outlook, giugno 2014, FEI

- **Capitale di rischio e angel investor:** il FEI fornisce servizi di consulenza e capitale agli angel investor e ai fondi di private equity.
- **Enterprise Europe Network:** EEN (<http://een.ec.europa.eu/services>) è un'organizzazione finanziata dall'UE che riunisce i servizi e le conoscenze di circa 600 organizzazioni di supporto aziendale di tutta Europa, quali camere di commercio, centri tecnologici, istituti di ricerca e agenzie di sviluppo, per assistere le PMI nell'espansione delle loro attività.

### Fondo Europeo per gli Investimenti Strategici (FEIS)

La Commissione Europea ha lanciato un Piano di Investimenti per l'Europa con l'obiettivo di sbloccare, nei prossimi tre anni, ulteriori investimenti per un valore di almeno €315md, di cui circa un quarto, o €75md, sarà investito in PMI e società di media capitalizzazione. Il FEIS, che è uno dei pilastri centrali del Piano d'Investimento, dovrebbe essere completamente operativo entro la fine del 2015.

Il denaro del FEIS allocato alle PMI sarà investito tramite il Fondo Europeo per gli Investimenti (FEI), parte del Gruppo BEI. Il FEI si avvarrà di un impegno iniziale di €25 md di capitale fornito dalla BEI e di altri €2,5md messi a disposizione dalla Comunità Europea, che saranno impegnati dal FEI su diversi tipi di prodotti, quali investimenti in capitale di rischio, garanzie su prestiti e cartolarizzazioni di prestiti alle PMI. Si prevede che l'impegno del settore pubblico rilanci gli investimenti del settore privato, portando a un importo totale da investire di €75 md<sup>24</sup>.

### Ulteriori informazioni

La relazione del FEI "European Small Business Finance Outlook" contiene informazioni sulla situazione del mercato delle PMI europeo e sulle attività del FEI. La relazione è reperibile all'indirizzo: [www.eif.org/news\\_centre/research/index.htm](http://www.eif.org/news_centre/research/index.htm).

Nel seguente sito Web dell'UE è riportato un elenco completo degli intermediari finanziari (banche, fondi privati e fondi di stati membri) per aiutare le PMI ad accedere ai finanziamenti: [www.europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance](http://www.europa.eu/youreurope/business/funding-grants/access-to-finance).

Figura 8: Portale di "Accesso ai Finanziamenti" dell'Unione Europea

The screenshot shows a search interface with five filter categories: Type Of Finance, Company Category, Amount Of Finance, Investment Focus, and Sources Of Finance. Below the filters, it indicates 'Displaying 84 results'. A table of results is shown with columns for Financial Intermediaries, Region Of Activity, Type Of Finance, Amount Of Finance, Investment Focus, Additional Information, and Sources Of Finance. The first result is for 'IP Group' in Merseyside, offering Equity/Venture capital in the ICT sector, with funding amounts between 50,000 GBP and 1,250,000 GBP, supported by EU funds and national sources.

Financial Intermediaries	Region Of Activity	Type Of Finance	Amount Of Finance	Investment Focus	Additional Information	Sources Of Finance
IP Group Phone: 44 (0) 191 409 3121 Fax: 44 (0) 191 231 4911 <a href="http://www.ipgroupplc.com/about">http://www.ipgroupplc.com/about</a> t:...	Merseyside	Equity/ Venture capital	> 50.000 GBP < 1.250.000 GBP	ICT sector	EU supports: North East Technology Fund	Structural Funds - National sources of finance

24 Per ulteriori informazioni sul FEIS, vedere [http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/priorities/jobs-growth-investment/plan/index_en.htm)

### 6.2 Informazioni sulle banche nazionali per lo sviluppo

In Francia, in Germania, in Italia, in Spagna e nel Regno Unito sono presenti istituzioni pubbliche che forniscono finanziamenti e consulenze alle piccole imprese. Alcuni programmi nazionali si focalizzano su settori specifici, altri sulle aziende a un determinato stadio del loro sviluppo (ad esempio le start-up) e altri ancora su determinati fabbisogni aziendali (ad esempio, supporto per la ricerca e lo sviluppo). Oltre ai programmi discussi di seguito, nell'Appendice 2 viene fornita una panoramica delle altre opportunità presenti in Francia, Germania, Italia, Spagna e Regno Unito.

#### Francia: Bpifrance

Bpifrance è la banca d'investimento pubblica francese, di proprietà della Caisse des Dépôts e dello stato. Nel 2013, Bpifrance ha allocato più di €18md a 78.400 società - la maggior parte delle quali PMI - inclusivi di €10md di prestiti, €8md di garanzie su prestiti bancari e €1md in investimenti di capitale<sup>25</sup>. (Si veda l'Appendice 2 per ulteriori informazioni sui prestiti e i programmi di supporto per il capitale di Bpifrance.)

Bpifrance è organizzata su più divisioni complementari per offrire alle aziende finanziamenti in ogni stadio della loro crescita:

- Finanziamento dell'innovazione
- Garanzia di prestiti bancari e investimenti di capitale
- Co-finanziamento di investimenti con le banche e fornitura di finanziamenti per il ciclo operativo (breve termine)
- Investimenti equity e quasi-equity, sia direttamente sia tramite fondi partner.

#### Germania: KfW

KfW Group fornisce vari servizi di finanziamento alle PMI, alle start-up e ai lavoratori autonomi tramite KfW SME Bank. I servizi includono prestiti di lungo termine, finanziamenti mezzanini, capitale azionario e servizi di consulenza. Nel 2013, KfW ha fornito più di €11md in prestiti e €100m di capitale tramite i propri programmi. (Si veda l'Appendice 2 per ulteriori informazioni sui prestiti e i programmi di supporto equity di KfW.)<sup>26</sup>

#### Italia: Cassa Depositi e Prestiti

In Italia esistono diversi programmi che puntano a facilitare i prestiti bancari alle PMI tramite la Cassa Depositi e Prestiti (CDP). La CDP è una società congiunta, in parte privata e in parte pubblica, di proprietà del Ministero delle Finanze e delle fondazioni bancarie italiane. La sua fonte di fondi sono i depositi di risparmio postali. Dal 2009, ha erogato alle PMI €18md sotto forma di investimenti e capitale circolante. I prestiti, che prevedono un tasso di interesse inferiore a quello del mercato, sono incanalati attraverso le banche commerciali. Sono anche disponibili ulteriori programmi, quali il Nuovo Plafond PMI, che fornisce investimenti e capitale circolante. Il governo offre inoltre garanzie alle PMI tramite il Fondo Centrale di Garanzia.

#### Spain: Instituto de Crédito Oficial, ENISA

Instituto de Crédito Oficial (ICO) è una banca spagnola che finanzia le PMI, i lavoratori autonomi e le società di medie dimensioni. Nel 2013, ICO ha erogato €12,2md di prestiti alle PMI; la banca investe inoltre nel capitale delle PMI tramite fondi di private equity<sup>27</sup>.

ICO offre diverse alternative di finanziamento alle PMI, quali:

- Prestiti per consentire alle PMI di intraprendere progetti di investimento e soddisfare i fabbisogni di liquidità sia sul territorio nazionale sia all'estero
- Investimenti diretti di capitale alle PMI che hanno superato lo stadio di start-up e desiderano investire nella crescita futura.

---

<sup>25</sup> Fonte: <http://www.bpifrance.fr/content/download/2202/34216/version/2/file/20140214%20Bilan%20Bpifrance%20CP%20et%20DP.pdf>

<sup>26</sup> Fonte: KfW 2013 Annual Report, pag. 82

<sup>27</sup> Fonte: ICO 2013 Annual Report



ENISA è una società pubblica appartenente al Ministero dell'Industria spagnolo, che si concentra sul finanziamento di imprenditori e PMI. Nel 2013, ENISA ha contribuito a 809 prestiti del valore di €102m.

### Regno Unito: British Business Bank

La British Business Bank ha iniziato a fornire prestiti alle imprese a inizio 2014. Si concentra sull'assistenza alle società con un fatturato massimo di £25m ma considera anche quelle con entrate fino a £100m. Dispone di £1,25md di finanziamenti core da parte del governo, in aggiunta a £2,9md di capitale ereditati da un piano statale esistente. Questo capitale viene distribuito mediante tre programmi:

- Venture Capital Solutions (quasi £971m allocati) supporta le start-up e le aziende ad alta crescita con investimenti congiunti di tipo equity e quasi-equity assieme a fondi di capitale di rischio e angel investor.
- Lending Solutions (£875m allocati) agevola il credito alle aziende più piccole offrendo prestiti, finanziamenti mezzanini e garanzie.
- Investment Programme (£1,25m allocati) offre l'opportunità ai finanziatori e servizi non bancari di essere supportati dalla British Business Bank e ridurre i deficit di finanziamento delle PMI. Il programma include piattaforme peer-to-peer e soluzioni di finanziamento tramite capitale circolante.<sup>28</sup>

### Caso di studio 9: uso del supporto governativo per aprire la propria azienda

Leetchi.com è un servizio Web che raccoglie denaro tra amici per diversi fini quali regali per compleanni ed enti di beneficenza. Il denaro raccolto sulla piattaforma dai 2 milioni di utenti situati in 40 paesi aumenta del 30% ogni mese.

La società si è rivolta a BPIfrance per ottenere un prestito a tasso di interesse 0%, che un piano di supporto statale mette a disposizione delle "Giovani imprese innovative"<sup>29</sup>, e si è avvalsa anche di un piano di incentivi fiscali per la ricerca (crédit d'impôt recherche). Il prestito è stato utilizzato per assumere tecnici specializzati, sviluppare il modello aziendale e lanciare il sito Web.

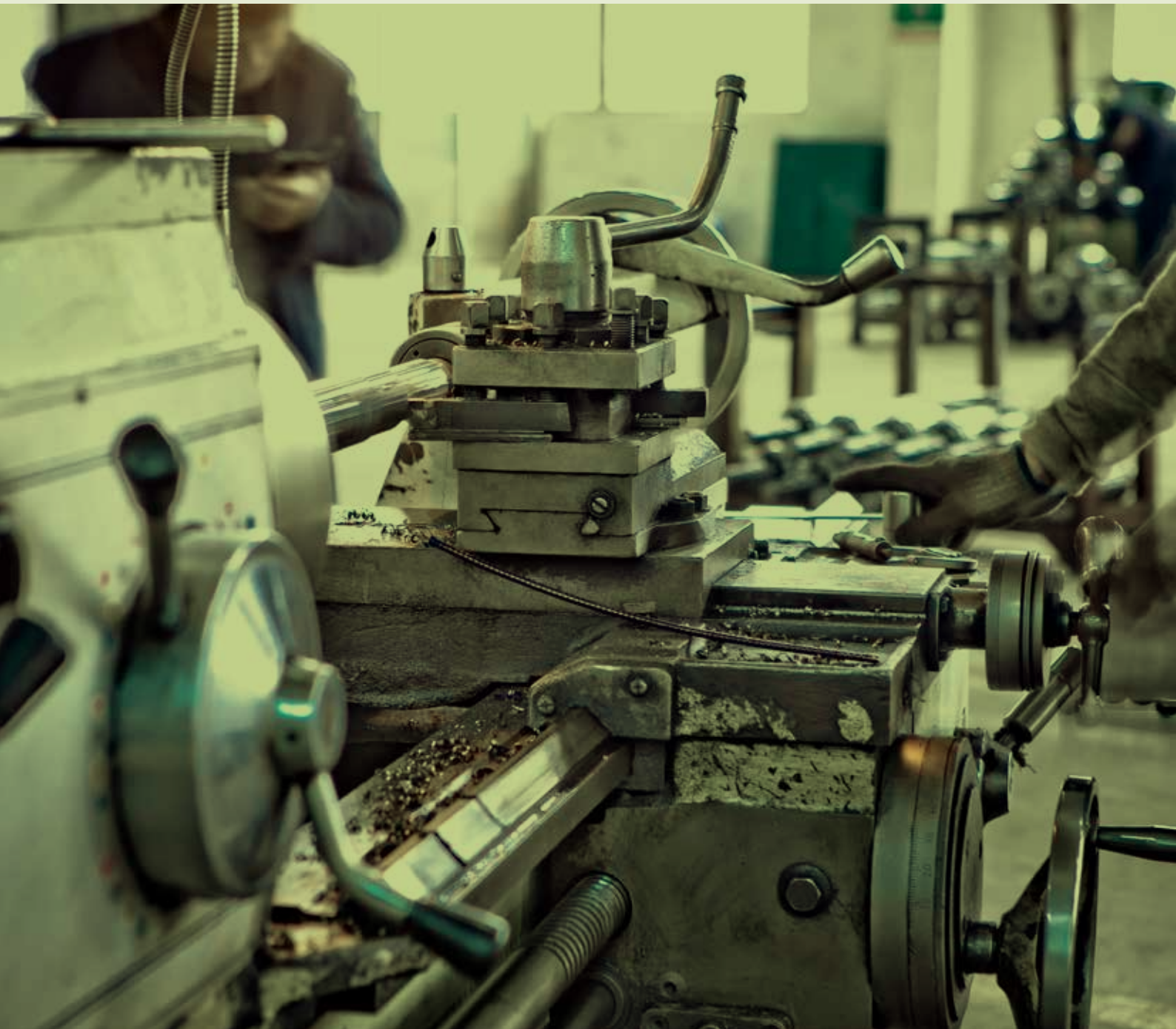
Oggi, dopo numerosi round di finanziamento, la società ha raccolto quasi €7m di capitale da diverse società di capitale di rischio.

<sup>28</sup> Fonte: sito Web BBB

<sup>29</sup> Status di Giovane impresa innovativa in Francia, <http://www.apce.com/pid918/jeune-entreprise-innovante.html>



# Appendices



## Appendice 1: link utili per le PMI

PANEUROPEO	
BEI - Banca Europea per gli Investimenti	<a href="http://www.eib.org">www.eib.org</a>
FEI - Fondo Europeo per gli Investimenti	<a href="http://www.eif.org">www.eif.org</a>
Intermediari finanziari del FEI	<a href="http://www.eif.org/what_we_do/where/index.htm">www.eif.org/what_we_do/where/index.htm</a>
Accesso a finanziamenti della Commissione Europea	<a href="http://access2eufinance.ec.europa.eu">http://access2eufinance.ec.europa.eu</a>
COSME	<a href="http://ec.europa.eu/enterprise/initiatives/cosme/index_en.htm">http://ec.europa.eu/enterprise/initiatives/cosme/index_en.htm</a>
Guida alle opportunità di finanziamento dell'UE per ricerca e innovazione	<a href="http://ec.europa.eu/research/participants/data/ref/fp7/204008/practical-guide-rev3_en.pdf">http://ec.europa.eu/research/participants/data/ref/fp7/204008/practical-guide-rev3_en.pdf</a>
Programma per PMI che svolgono attività di ricerca	<a href="http://www.eurostars-eureka.eu">www.eurostars-eureka.eu</a>
EEN - Enterprise Europe Network	<a href="http://een.ec.europa.eu">http://een.ec.europa.eu</a>
AFME - Association for Financial Markets in Europe	<a href="http://www.afme.eu">www.afme.eu</a>
ICMA - International Capital Markets Association	<a href="http://www.icmagroup.org">www.icmagroup.org</a>
EBF - European Banking Federation	<a href="http://www.ebf-fbe.eu">www.ebf-fbe.eu</a>
FESE - Federation of European Securities Exchanges	<a href="http://www.fese.eu">www.fese.eu</a>
FEE - Associazione europea dei commercialisti	<a href="http://www.fee.be">www.fee.be</a>
EVCA - European Venture Capital Association	<a href="http://www.evca.eu">www.evca.eu</a>
BAE - Business Angels Europe	<a href="http://www.businessangelseurope.com">www.businessangelseurope.com</a>
European Business Angels Network	<a href="http://www.eban.org">www.eban.org</a>
European Crowdfunding Network	<a href="http://www.crowdfundingnetwork.eu">www.crowdfundingnetwork.eu</a>
Leaseurope - European Leasing Association	<a href="http://www.leaseurope.org">www.leaseurope.org</a>
Emittenti europei	<a href="http://www.europeanissuers.eu">www.europeanissuers.eu</a>
Online Guide To Going Public Developed by European Issuers and FESE	<a href="http://www.europeanissuers.eu/_lib/presentation/Online_Guide_To_Going_Public_2015.pdf">www.europeanissuers.eu/_lib/presentation/Online_Guide_To_Going_Public_2015.pdf</a>
Business Europe	<a href="http://www.businesseurope.eu">www.businesseurope.eu</a>
Eurochambres - Chambers of Commerce	<a href="http://www.eurochambres.eu">www.eurochambres.eu</a>
UEAPME - Associazione europea dell'artigianato e delle piccole e medie imprese	<a href="http://www.ueapme.com">www.ueapme.com</a>
EFB - Associazione europea family business	<a href="http://www.europeanfamilybusinesses.eu">www.europeanfamilybusinesses.eu</a>
CECIMO - Associazione europea dell'industria delle macchine utensili	<a href="http://www.cecimo.eu">www.cecimo.eu</a>
EBC - European Builders Confederation	<a href="http://www.ebc-construction.eu">www.ebc-construction.eu</a>
FRANCIA	
Bpifrance	<a href="http://www.bpifrance.fr">www.bpifrance.fr</a>
APCE - Aspetti pratici su come avviare un'azienda	<a href="http://www.apce.com">www.apce.com</a>
Reti per fondatori di start-up	<a href="http://www.france-initiative.fr">www.france-initiative.fr</a> <a href="http://www.reseau-entreprendre.org">www.reseau-entreprendre.org</a>
FBF - Associazione bancaria	<a href="http://www.fbf.fr">www.fbf.fr</a>
IFEC - Associazione dei commercialisti	<a href="http://www.ifec.fr">www.ifec.fr</a>

CNCC - Associazione dei commercialisti	<a href="http://www.cncc.fr">www.cncc.fr</a>
OEC - Associazione dei commercialisti	<a href="http://www.experts-comptables.fr">www.experts-comptables.fr</a>
Associazione angel investor	<a href="http://www.franceangels.org">www.franceangels.org</a>
Associazione capitale di rischio e private equity	<a href="http://www.afic.asso.fr">www.afic.asso.fr</a>
Piattaforme di crowdfunding	<a href="http://www.tousnosprojets.fr">www.tousnosprojets.fr</a>
Euronext-Enternext - Borsa valori	<a href="http://www.enternext.biz">www.enternext.biz</a>
AFEP - Associazione degli emittenti	<a href="http://www.afep.com">www.afep.com</a>
MEDEF - Business Association	<a href="http://www.medef.com">www.medef.com</a>
CCI - Camere di Commercio	<a href="http://www.cci.fr">www.cci.fr</a>
<b>GERMANIA</b>	
Intermediari finanziari	<a href="http://www.foerderdatenbank.de">www.foerderdatenbank.de</a>
KfW Bankengruppe	<a href="http://www.kfw.de">www.kfw.de</a>
BDB - Associazione bancaria	<a href="https://bankenverband.de">https://bankenverband.de</a>
BVK - Associazione capitale di rischio	<a href="http://www.bvkap.de">www.bvkap.de</a>
IDW - Associazione dei commercialisti	<a href="http://www.idw.de">www.idw.de</a>
Business Angels Netzwerk Deutschland	<a href="http://www.business-angels.de">www.business-angels.de</a>
Associazione tedesca crowdfunding	<a href="http://www.germancrowdfunding.net">www.germancrowdfunding.net</a>
Portale start-up	<a href="http://www.existenzgruender.de">www.existenzgruender.de</a>
Deutsche Börse - Borsa valori	<a href="http://www.deutsche-boerse.com">www.deutsche-boerse.com</a>
Boerse Stuttgart - Borsa valori	<a href="http://www.boerse-stuttgart.de">www.boerse-stuttgart.de</a>
m:access - Borsa valori	<a href="http://www.maccess.de">www.maccess.de</a>
Primärmarkt - Borsa valori	<a href="http://www.primärmarkt.de">www.primärmarkt.de</a>
DAI - Associazione degli emittenti	<a href="http://www.dai.de">www.dai.de</a>
BDI - Business Association	<a href="http://www.bdi.eu">www.bdi.eu</a>
BVMW - Associazione federale delle PMI	<a href="http://www.bvmw.de">www.bvmw.de</a>
DIHK - Camere di Commercio	<a href="http://www.dihk.de">www.dihk.de</a>
<b>ITALIA</b>	
Fondo Centrale di Garanzia	<a href="http://www.fondidigaranzia.mcc.it/guida_alle_impres.html">www.fondidigaranzia.mcc.it/guida_alle_impres.html</a>
CDP - Cassa Depositi e Prestiti	<a href="http://www.cdp.it/impres/piattaforma-impres.html">www.cdp.it/impres/piattaforma-impres.html</a>
Capitale di Rischio	<a href="http://www.incentivi.mcc.it/capitale_di_rischio/capitale_di_rischio.html">www.incentivi.mcc.it/capitale_di_rischio/capitale_di_rischio.html</a>
Fondo Italiano d'Investimento	<a href="http://www.fondoitaliano.it">www.fondoitaliano.it</a>
ABI - Associazione bancaria	<a href="http://www.abieurope.eu">www.abieurope.eu</a>
CNDCEC - Associazione dei commercialisti	<a href="http://www.commercialisti.it">www.commercialisti.it</a>
AIFI - Associazione capitale di rischio	<a href="http://www.aifi.it">www.aifi.it</a>
Borsa Italiana - Borsa valori	<a href="http://www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/aim-italia.en.ht">www.borsaitaliana.it/azioni/mercati/aim-italia/aim-italia.en.ht</a>
ASSONIME - Associazione degli emittenti	<a href="http://www.assonime.it">www.assonime.it</a>
Confindustria - Business Association	<a href="http://www.confindustria.it">www.confindustria.it</a>

SPAGNA	
ENISA	<a href="http://www.enisa.es">www.enisa.es</a>
Instituto de Crédito Oficial (ICO)	<a href="http://www.ico.es">www.ico.es</a>
AEBANCA - Associazione bancaria	<a href="http://www.aebanca.es">www.aebanca.es</a>
ICJCE - Associazione dei commercialisti	<a href="http://www.icjce.es">www.icjce.es</a>
Associazione crowdfunding	<a href="http://www.web.spaincrowdfunding.org/">www.web.spaincrowdfunding.org/</a>
BME – Borsa valori	<a href="http://www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm">www.bolsasymercados.es/mab/esp/marcos.htm</a>
BME MARF – Borsa valori	<a href="http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeMARF.aspx">http://www.bmerf.es/esp/asp/Portadas/HomeMARF.aspx</a>
Emisores Españoles - Associazione degli emittenti	<a href="http://www.emisoresespanoles.es">www.emisoresespanoles.es</a>
CEOE – Business Association	<a href="http://www.ceoe.es">www.ceoe.es</a>
CEPYME – Associazione PMI	<a href="http://www.cepyme.es">www.cepyme.es</a>
REGNO UNITO	
Supporto governativo per le PMI	<a href="http://www.gov.uk/business-finance-support-finder">www.gov.uk/business-finance-support-finder</a>
British Business Bank	<a href="http://www.british-business-bank.co.uk">www.british-business-bank.co.uk</a>
Great Business – Consulenze per aziende in crescita	<a href="http://www.greatbusiness.gov.uk/">www.greatbusiness.gov.uk/</a>
Enterprise Investment Scheme (EIS e SEIS)	<a href="http://www.hmrc.gov.uk/eis">www.hmrc.gov.uk/eis</a> <a href="http://www.hmrc.gov.uk/seedeis/index.htm">www.hmrc.gov.uk/seedeis/index.htm</a>
Venture Capital Trust	<a href="http://www.hmrc.gov.uk/guidance/vct.htm">www.hmrc.gov.uk/guidance/vct.htm</a>
Better Business Finance: reperire finanziamenti nella vostra regione	<a href="http://www.betterbusinessfinance.co.uk">www.betterbusinessfinance.co.uk</a>
British Bankers' Association	<a href="http://www.bba.org.uk">www.bba.org.uk</a>
ICAEW – Associazione dei commercialisti certificati	<a href="http://www.icaew.com">www.icaew.com</a>
ICAEW Business Advice Service	<a href="http://www.businessadvice.service.com">www.businessadvice.service.com</a>
ACCA – Certified Chartered Accounts Association	<a href="http://www.accaglobal.com">www.accaglobal.com</a>
BVCA - Associazione Private Equity & Capitale di Rischio	<a href="http://www.bvca.co.uk">www.bvca.co.uk</a>
Associazione angel investor	<a href="http://www.ukbusinessangelsassociation.org.uk">www.ukbusinessangelsassociation.org.uk</a>
UK Crowd Funding Association	<a href="http://www.ukcfa.org.uk">www.ukcfa.org.uk</a>
Peer2Peer Finance Association	<a href="http://www.p2pfinanceassociation.org.uk">www.p2pfinanceassociation.org.uk</a>
BCC - Camere di Commercio	<a href="http://www.britishchambers.org.uk">www.britishchambers.org.uk</a>
London Stock Exchange	<a href="http://www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm">www.londonstockexchange.com/companies-and-advisors/aim/aim/aim.htm</a> <a href="http://www.londonstockexchange.com/hgs">www.londonstockexchange.com/hgs</a>
School for Start-ups	<a href="http://www.schoolforstartups.co.uk">www.schoolforstartups.co.uk</a>
Quoted Companies Alliance – Associazione per PMI quotate	<a href="http://www.theqca.com">www.theqca.com</a>
CBI – Confederation of British Industry	<a href="http://www.cbi.org.uk">www.cbi.org.uk</a>
IoD – Institute of Directors	<a href="http://www.iod.com">www.iod.com</a>
EEF – Associazione manifatturiera	<a href="http://www.eef.org.uk">www.eef.org.uk</a>
FSB - Federation of Small Businesses	<a href="http://www.fsb.org.uk">www.fsb.org.uk</a>



Appendice 2: panoramica sui programmi paneuropei e nazionali di assistenza alle PMI

Finanziamento	Profilo PMI	Francia	Germania
Prestiti	Seed / Start-up	<p><b>Garanzie start-up Bpifrance (Garantie création):</b> fino al 70% del prestito per le PMI, come da definizione UE. Max. €200.000</p>	<p><b>Prestito start-up ERP StartGeld:</b> per fondatori d'azienda, lavoratori autonomi e piccole imprese attivi da meno di tre anni e che richiedono un capitale di start-up ridotto. Prestiti fino a €100.000.</p> <p><b>Prestito start-up ERP Universal:</b> per fondatori d'azienda, lavoratori autonomi e piccole e medie imprese (PMI) attivi da meno di tre anni. Fino a €10m.</p> <p><b>Capitale ERP per start-up: (prestiti subordinati):</b> per fondatori d'azienda, lavoratori autonomi e piccole imprese attivi sul mercato da meno di tre anni e che non dispongono di capitale proprio sufficiente.</p>
	Crescita	<p><b>Prestiti per la crescita (prêts de développements bpifrance):</b> prestiti da €30.000 a €5 milioni per le PMI con nessuna assicurazione o garanzia. Alcuni settori e obiettivi beneficiano di tassi scontati, ad esempio Prêt Numérique (prestito digitale), Prêt Robotique (prestito robotica)</p> <p><b>Garanzie per lo sviluppo delle PMI (Garantie du développement des PME et TPE Bpifrance):</b> dal 40% al 70% del prestito</p>	<p><b>KfW-Unternehmerkredit</b> (prestito imprenditori): aiuta le società che operano sul mercato da più di tre anni.</p> <p><b>Assiste le società che desiderano investire al di fuori della Germania. Fino a €25m.</b></p>
	Innovazione / Nuovi progetti	<p><b>Supporto all'innovazione (Aide à l'innovation Bpifrance):</b> fino a €3m, assegnazioni allo stadio di fattibilità dell'innovazione e anticipi rimborsabili allo stadio di sviluppo dell'innovazione, per progetti innovativi individuali o collaborativi.</p> <p><b>Prêt Innovation-FEI Bpifrance</b> (prestito per l'innovazione, con FEI): prestiti tra €50.000 e €3m per le PMI operative da più di 3 anni che lanciano un nuovo prodotto/servizio/attività.</p> <p><b>Prestiti per seeding (Prêts d'amorçage Bpifrance):</b> €50-75.000 per PMI di meno di 5 anni coinvolte in attività innovative che desiderano raccogliere capitale. Fino a €0,5m se associato a raccolta di capitale.</p> <p><b>Garanzie per progetti innovativi (Garantie des projets innovants Bpifrance):</b> fino al 60% del prestito, max. €300.000.</p>	<p><b>Programma innovazione ERP:</b> per attività di ricerca e sviluppo e l'introduzione di nuovi prodotti, processi o servizi sul mercato. Max. €5m e max. €25m per progetti correlati all'energia.</p>



Italia	Spagna	Regno Unito	Paneuropeo
<p><b>Fondo Centrale di Garanzia:</b> garanzia fino all'80% dell'investimento con un massimo di €2,5m.</p> <p><b>Nuovo Plafond PMI Investimenti:</b> investimenti o capitale circolante per il finanziamento delle PMI italiane.</p> <p><b>Cassa depositi e prestiti:</b> utilizza strumenti di debito per fornire supporto alle PMI</p>	<p><b>Linea ICO per PMI e imprenditori:</b> fino a €10m</p> <p><b>ENISA Emprendedores:</b> prestiti partecipativi fino a un massimo di €300.000 per le start-up.</p> <p><b>ENISA Mercados Alternativos:</b> prestito partecipativo compreso fra €300.000 e €1,5m per il finanziamento di progetti, crescita e diversificazione geografica prima di cercare fondi tramite un mercato regolamentato.</p> <p><b>ENISA Competitividad:</b> prestito partecipativo da €25.000 a €1,5m alle aziende redditizie che desiderano espandere i propri prodotti, servizi, aree geografiche ecc.</p>	<p><b>Partnership Business Finance:</b> British Business Bank ha sviluppato partnership con società private quali Funding Circle, Startup Loans, BOOST&amp;Co, Zopa, per fornire prestiti alle PMI.</p> <p><b>School for Startups:</b> offre alle PMI accesso a una comunità, a un mentore dedicato e a un prestito fino a un massimo di £25.000 al 6,19%.</p> <p><b>Investment Programme:</b> prestiti da £10-100m (con un focus sul segmento £30-50m) per società con un fatturato massimo di £100m, ma con una preferenza per i fatturati fino a £25m.</p> <p><b>Regional Growth Fund:</b> per le PMI basate in Inghilterra che desiderano espandersi e proteggere/creare posti di lavoro.</p> <p><b>Funding for Lending:</b> tassi di interesse ridotti dell'1% per prestiti compresi tra £50.000 e £500.000.</p>	<p><b>Linea di garanzia prestiti COSME:</b> garanzie per intermediari finanziari, per incoraggiarli a fornire prestiti e finanziamenti tramite leasing alle PMI.</p> <p><b>Fondi strutturali:</b> European Regional Development Fund, <b>European Social Fund, Cohesion Fund, Rural Development Fund, European Fisheries Fund.</b></p> <p><b>Eurostars-Eureka:</b> supporto per PMI con focus su Ricerca e Sviluppo.</p> <p><b>Fondo Europeo d'Investimento:</b> il FEI supporta indirettamente le PMI tramite intermediari finanziari. Microfinanza: il FEI fornisce alla banca la capacità di erogare prestiti fino a un massimo di €25.000. Il FEI inoltre fornisce prestiti, garanzie e capitale tramite intermediari finanziari.</p>

Appendice 2 - continua da pagina 38

Tipo di finanziamento	Profilo PMI	Francia	Germania
Capitale	<b>Seed / startup</b>	<b>Capital Innovation Bpifrance:</b> tra €1m e €50m per investimento, per start-up e PMI innovative nei settori biotecnologico, tecnologico e ambientale.	<b>Fondo start-up ERP:</b> co-investimento in società innovative e basate su tecnologia con non più di dieci anni di vita, che soddisfino i criteri PMI definiti dalla Commissione UE. Fino a €5m.
	<b>Crescita</b>	<p><b>France Investment Regions:</b> per PMI con fatturato superiore a €2-3m e uno storico operativo di 2-3 anni. Investimento massimo di €4m in azioni, titoli convertibili e capitale “mezzanine” assieme a fondi di investimento privati.</p> <p><b>France Investment Growth:</b> per PMI redditizie con un fatturato superiore a €5m.</p> <p><b>Attività fondi di fondi di Bpifrance:</b> investimento in 250 fondi VC/PE</p>	<b>Capitale per crescita, innovazione e successo:</b> per le piccole e medie imprese in Germania, attive sul mercato da almeno 10 anni, che di norma generano entrate dalle vendite annue fino a un massimo di €50m, costituite come società di capitali e che realizzano un utile operativo equilibrato e sostenibile.
Incentivi fiscali		<p><b>Incentivi fiscali per ricerca e sviluppo:</b> Crédit d’impôt recherche (credito d’imposta ricerca e sviluppo) Crédit d’impôt Innovation (credito d’imposta innovazione)</p> <p><b>Incentivi fiscali per capitali:</b> Fonds commun de placement dans l’innovation (FCPI), Fonds d’Investissement de Proximité (FIP) Fonds Professionnel de Capital Investissement (FPCI), Société de Capital Risque (SCR), PEA-PME, riduzione tassa ISF per individui.</p> <p><b>Altri incentivi fiscali:</b> CICE (credito d’imposta competitività)</p>	<b>Incentivi fiscali per capitali:</b> Investitionszulagegesetz 2010 (Legge sui sussidi per l’investimento 2010)

Italia	Spagna	Regno Unito	UE
	<p><b>FOND-ICOpyme:</b> investimento di capitale e prestito di capitale tra €750.000 e €1,5m per società innovative.</p>		<p><b>Linea COSME di capitale per la crescita:</b> investe in fondi che forniscono capitale di rischio e finanziamenti mezzanini alle società in espansione e allo stadio di crescita.</p>
<p><b>Capitale Di Rischio:</b> agevola l'accesso al capitale di rischio fornendo anticipi pubblici a banche e intermediari finanziari per operazioni di acquisizione.</p> <p><b>Fondo Italiano d'Investimento:</b> programma per PMI finanziariamente solide (non start-up).</p>	<p><b>FOND-ICOpyme:</b> investimenti di capitale e prestiti di capitale tra €1,5 e €15m per società consolidate che desiderano espandersi.</p>	<p><b>Fondi BBB che forniscono equity/quasi-equity alle PMI:</b>  <b>AngelCoFund:</b> co-investimento tra £100.000 e £1m per PMI che rientrano nella definizione dell'UE.</p> <p><b>Enterprise Capital Funds:</b> co-investimenti di capitale per un massimo di £5m per PMI che intendono lanciare un nuovo prodotto o penetrare una nuova area geografica.</p>	<p><b>Fondo Europeo d'Investimento:</b> il FEI supporta indirettamente le PMI tramite intermediari finanziari.</p>
<p><b>Aiuto alla Crescita Economica ACE:</b> deduzione fiscale per RoE nozionale a favore delle società, per bilanciare l'orientamento fiscale favorevole ai finanziamenti tramite debito e rendere le iniezioni di capitale più attraenti.</p> <p><b>Incentivi fiscali per PMI nell'ambito del Decreto sulla competitività (agosto 2014):</b> taglio del 10% delle bollette energetiche per le PMI</p> <p><b>Incentivi fiscali per ricerca e sviluppo:</b> riduzione fino a un massimo del 40% delle spese di ricerca e sviluppo quando questa attività viene svolta in collaborazione con università o centri di ricerca pubblici. Fino a €50m.</p>	<p><b>Incentivi fiscali per ricerca e sviluppo, incentivi fiscali per capitali:</b> Fondos de Capital Riesgo</p> <p>Le cedole non sono soggette a ritenute alla fonte per le obbligazioni quotate sul MARF e di proprietà di investitori soggetti alla Tassa sulle società e non residenti</p>	<p><b>Incentivi fiscali per capitali:</b> Venture Capital Trust Schemes, Enterprise Investment Scheme (EIS), Seed Enterprise Investment Scheme (SEIS).</p>	

## Appendice 3: requisiti di Borsa per titoli azionari e obbligazioni

La tabella seguente mostra i requisiti relativi alle procedure di ammissione e a tutto il periodo di quotazione per i titoli azionari e le obbligazioni nei mercati cosiddetti junior (ossia i mercati che si rivolgono principalmente alle società di piccola e media capitalizzazione).

### a. Azioni

	Regno Unito		Italia	Francia	Belgio	Paesi Bassi	Portogallo	Germania	Spagna
Operatore	LSE	LSE	LSE (Borsa Italiana)	Euronext				Deutsche Boerse	BME
Mercato	High Growth Segment	AIM	AIM Italia-MAC	Alternext				Entry Standard	Mercado Alternativo Bursatil (MAB)
<b>CRITERI DI AMMISSIONE</b>									
Consulente quotazione	Consulente chiave richiesto	Richiesto		Richiesto per offerte pubbliche Non richiesto per collocamenti privati				Richiesto	Richiesto
Storico operativo minimo	3 anni o periodo più breve	n/d		2 anni				1 anno (esenzioni possibili)	3 anni o periodo più breve
Flottante libero minimo	10%	-		€2.5M				-	€2M
Requisiti finanziari	CAGR 20% delle entrate su un periodo storico di 3 anni	Capitale circolante sufficiente per i 12 mesi successivi		La società deve essere redditizia (tranne biotecnologiche) Dichiarazione nel prospetto di capitale circolante sufficiente (o meno) per i 12 mesi successivi.				A discrezione della Borsa	-
Capitale proprio minimo	£30m	-		-				€250,000	-
Prospetto	Prospetto UE per offerte pubbliche Documento informativo approvato dalla Borsa per Collocamenti privati								
Direttive europee	Direttiva sugli Abusi di mercato applicabile Direttiva sulla Trasparenza non applicabile								
Standard di rendicontazione contabile	GAAP nazionali o IAS/IFRS	IFRS UE o altri GAAP approvati per emittenti non SEE e Isole del Canale o GAAP nazionali con riconciliazione a uno degli standard approvati		Società SEE: IFRS o GAAP nazionale Società non SEE: IFRS o GAAP equivalente				GAAP nazionali o IAS/IFRS	IFRS, GAAP nazionali o GAAP USA
Onere di quotazione	Dipende dalla capitalizzazione di mercato iniziale(1)	Dipende dalla capitalizzazione di mercato iniziale(2)		Dipende dalla capitalizzazione di mercato iniziale(3)				€1,500	€6.000 +0,005% del valore di mercato
<b>OBBLIGHI CONTINUATIVI</b>									
Publicazioni continuative	I bilanci annuali sono pubblicati entro 6 mesi dall'periodo di rendicontazione. Informazioni "price sensitive"	I bilanci annuali sono pubblicati entro 6 mesi dalla fine dell'esercizio e i bilanci semestrali entro 3 mesi dalla fine del periodo di rendicontazione. Informazioni "price sensitive"		Rendicontazione finanziaria: bilancio annuale certificato e bilancio semestrale non certificato Informazioni "price sensitive"				Bilanci annuali: entro e non oltre 6 mesi dalla fine del periodo di rendicontazione. Bilanci semestrali entro e non oltre 3 mesi dalla fine del periodo di rendicontazione Informazioni "price sensitive"	Bilancio annuale certificato e bilancio semestrale non certificato Informazioni "price sensitive"
Commissione annua	Da £5.000 a £50.000 a seconda della capitalizzazione di mercato	£6,050		Da €2.800 a €50.000, in base al numero di titoli azionari quotati e alla capitalizzazione di mercato dell'emittente.				€5,000	€6,000

(1) Commissione di ammissione massima LSE High Growth Segment: per le capitalizzazioni di mercato fino a £5m: £7.600, da 5 a £50m: £52.600, da 50 a £250m: £127.600, da 250 a £500m: £158.850, oltre: £440.000.

(2) A partire dall'aprile 2014, commissione di ammissione massima LSE AIM: per le capitalizzazioni di mercato fino a €5m: £7.600; tra €5-10m: £11.400; tra £10-50m: £26.600; tra €50-250m: £64.600; oltre: £85.750.

(3) A partire dal gennaio 2014, commissione di ammissione massima Euronext: per le capitalizzazioni di mercato inferiori a €10m: €10.000; tra €10-100m: 0,05%; da 100 a 500M€: 0,04%; tra €500m-€1md: 0,03%; tra €1-2,5md: 0,02%, oltre €2,5md: 0,01%.

## b. Obbligazioni

Mercato	Obbligazioni PMI Germania	IBO Francia	Extra-MOT PRO Italia	MARF Spagna	ORB Regno Unito
Base investitori	Istituzionali & Retail	Istituzionali & Retail	Solo investitori qualificati e professionali	Solo investitori istituzionali	Istituzionali & Retail
Prospetto	Prospetto UE per offerte pubbliche				
Rating	Sono richiesti rating dell'emittente (tranne per la Borsa di Amburgo)	Un rating di credito è obbligatorio quando la capitalizzazione di mercato di una società è inferiore a €100M	Divulgazione del rating se presente	Punteggio di credito o rating obbligatorio	Nessun rating di credito obbligatorio
Informazioni finanziarie	1 anno	3 anni	2 anni	2 anni	1 anno

## Appendice 4: Banca dati: dimensioni dei mercati dei finanziamenti tramite prestiti e capitale alle PMI

### Finanziamenti tramite debito attraverso banche e mercati dei capitali

La tabella seguente mostra i totali storici del debito bancario e dei mercati dei capitali in essere erogato alle società europee. La tabella sottolinea come in Europa la maggior parte dei finanziamenti in reddito fisso alle aziende (ad alta capitalizzazione e PMI) sia fornita dalle banche. Secondo la relazione "Building the growth gap" a cura di AFME e BCG, nel 2013 i finanziamenti (tutte le tipologie incluse) alle PMI in Europa ammontavano a circa €900md. (Fonte: 'Bridging the growth gap', AFME, BCG, 2015)

Figura 9: **Quota dei prestiti bancari e del mercato del debito in Europa**

	Finanziamenti tramite debito alle società non finanziarie dell'UE (€md)n		Quota dei finanziamenti tramite mercati dei capitali
	Prestiti bancari	Titoli di debito	Quota del totale (%)
2011	5,883	1,403	19.3%
2012	5,691	1,606	22.0%
2013	5,448	1,701	23.8%

Fonte: BCE, BIS. Dati forniti da New Financial

### Capitali di angel investor

Più di 250.000 angel investor hanno investito un totale stimato di €5,5md nell'ambito di 33.430 operazioni in tutta Europa.<sup>30</sup>

Il principale settore oggetto di investimenti è quello tecnologico (32%), seguito da biotech & scienze della vita (10%), comunicazioni mobili (10%) e manifatturiero (10%). La maggior parte delle società target (87%) sono agli stadi iniziali, soprattutto start-up e stadi seed e pre-seed. Malgrado l'esistenza di molte reti di investimento internazionali, gli investimenti transfrontalieri restano marginali, con il 96% delle operazioni effettuate nel paese dell'investitore.<sup>31</sup>

### Prestiti e capitale P2P e crowdfunding

Nel 2014, il mercato finanziario alternativo online europeo ha effettuato finanziamenti per quasi €3md (in rialzo del 144% rispetto a €1,2md nel 2013). Il Regno Unito è il mercato principale, con un totale di €2,3md, seguito da Francia (€154m) e Germania (€140m).

Gli investimenti di capitale tramite crowdfunding sono tuttora marginali, con quasi €83m nel 2014 (€47m nel 2013), ma si prevede che aumenteranno in modo significativo nei prossimi anni<sup>32</sup>.

### VC/PE

Nel 2013, i fondi di capitale di rischio (VC) hanno investito €3,41md in oltre 3.000 società. I fondi di private equity growth hanno investito €3,6 md in più di 1.100 società.<sup>33</sup> I settori delle scienze della vita, computer & elettronica al consumo, comunicazioni ed energia & ambiente hanno totalizzato oltre il 70% degli investimenti di capitale di rischio. Le PMI con meno di 250 dipendenti sono finanziate sia da fondi di capitale di rischio (il 99% delle società dei portafogli VC sono PMI) sia da fondi di private equity growth (l'84% delle società dei portafogli PE growth sono PMI)<sup>34</sup>.

30 Fonte: European Business Angel Networks, alla fine del 2013. Include le operazioni divulgate (€554m) e il mercato "non visibile" stimato (€5md).

31 Fonte: European Business Angels Network (EBAN), 2013.

32 Fonte: Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report, 2015.

33 Fonte: EVCA 2013 European Private Equity Activity report – Market statistics.

34 Fonte: EVCA, 2013.

### Quotazioni delle PMI mediante offerte pubbliche iniziali (IPO) e collocamenti privati

Le PMI che desiderano effettuare un'IPO o un collocamento privato di azioni solitamente si rivolgono ai mercati cosiddetti "junior", che prevedono requisiti di quotazione meno stringenti. Il mercato europeo più grande per le PMI resta il London Stock Exchange AIM, che ha raccolto quasi €3,4md nel 2014, mediante 75 operazioni IPO o di collocamento privato<sup>35</sup>. Altri mercati junior hanno raccolto più di €1,6md nel 2014 attraverso 30 operazioni.

Le PMI solitamente raccolgono tra €4,4m e €14,1m sui mercati europei junior<sup>36</sup>; queste cifre possono essere molto più elevate o molto più ridotte a seconda delle esigenze delle società, della situazione del mercato in un determinato momento e della propensione degli investitori.

Figura 10: **Capitale raccolto sui mercati junior, 2007 - Febbraio 2015**

Paese	Francia	Francia	Italia	Spagna	Regno Unito
Mercato	Euronext Alternext	Deutsche Börse Entry Market	AIM Italia	BME MAB	AIM
Numero di IPO	62	45	39	18	492
Totale (€m)	575	2,080	388	78	13,582
Mediana (€m)	7,4	6	5,4	4,4	11
Minimo (€m)	2,5	0,5	0,87	2	0.07
Massimo (€m))	37	1,403	50	12	297

Source: Dealogic, IPOs on Alternext, AIM Italia, BME MAB and AIM London

### Obbligazioni

Francia: dal 2012 al mese di marzo 2014, il mercato delle offerte iniziali di obbligazioni (IBO) ha lanciato quattro emissioni, con volumi compresi tra €7,3m e €15m<sup>37</sup>.

Germania: dal 2010 al mese di settembre 2014, vi sono state 148 emissioni obbligazionarie, per un valore di mercato complessivo di €5,9md. Nel primo semestre 2014, vi sono state 8 nuove emissioni obbligazionarie, con una raccolta di €385m (rispetto a €1.078 del primo semestre 2013)<sup>38</sup>.

Italia: dall'avvio nel marzo 2013, vi sono state 82 emissioni obbligazionarie con una raccolta di oltre €4md<sup>39</sup>.

Spagna: dal 2013 al giugno 2014, vi sono state quattro emissioni sul MARF.

Regno Unito: dal febbraio 2010, le società, incluse due società non quotate, hanno raccolto €4,8md sul mercato LSE ORB.

35 Fonte: Dealogic, al mese di febbraio 2015.

36 Fonte: Dealogic, al mese di febbraio 2015.

37 Fonte: Paris Europlace, al mese di marzo 2014.

38 'Institutional non-bank lending and the role of debt funds', n° 25 Working Paper Series del FEI.

39 Vedere la Nota a piè pagina 38.







## Contacts

---



**Rick Watson**  
Managing Director, Capital Markets  
Rick.Watson@afme.eu  
+44 (0)20 7743 9333



**Robert Fergusson**  
Managing Director, Institutional and Corporate Relationships  
Robert.Fergusson@afme.eu  
+44 (0)20 7743 9353



**Cédric Pacheco**  
Associate, Growth  
Cedric.Pacheco@afme.eu  
+44 (0)20 7743 9361

## / Informazioni su AFME

La Association for Financial Markets in Europe (AFME) è la voce dei mercati finanziari all'ingrosso europei.

Rappresentiamo le principali banche globali ed europee e altri importanti player dei mercati dei capitali.

Siamo convinti che mercati dei capitali liquidi e un sistema bancario ben funzionante siano di importanza fondamentale per il successo di qualsiasi economia moderna.

Sosteniamo la necessità per l'Europa di dotarsi di mercati finanziari stabili, competitivi e sostenibili, in grado di supportare la crescita economica favorendo anche il contesto sociale.

### **Grande attenzione**

a un'ampia gamma di tematiche di mercato, aziendali e prudenziali

### **Esperienza**

competenze tecniche, politiche e normative approfondite

### **Solide relazioni**

con le autorità monetarie ed economiche europee e mondiali

### **Portata**

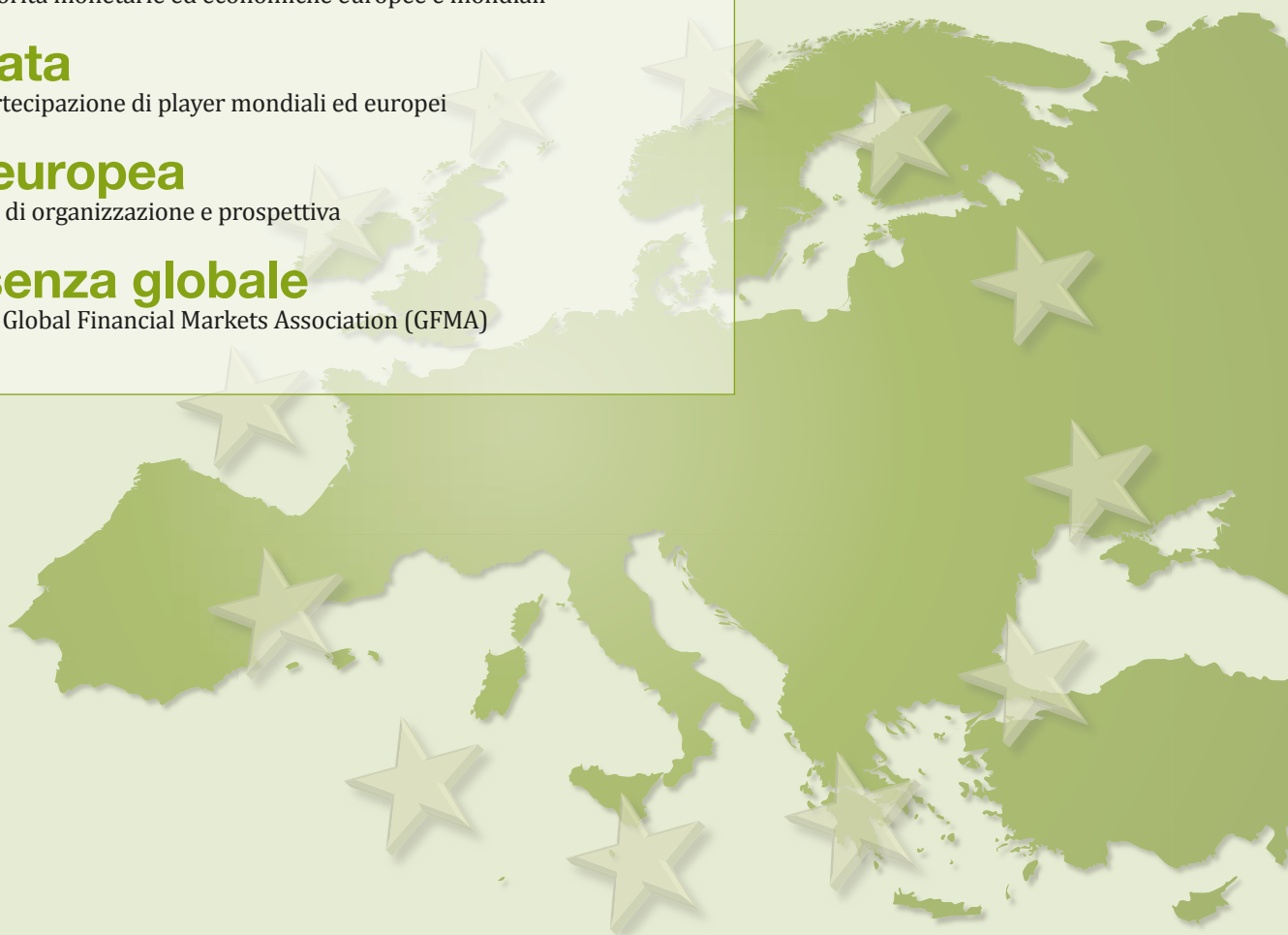
ampia partecipazione di player mondiali ed europei

### **Paneuropea**

in termini di organizzazione e prospettiva

### **Presenza globale**

tramite la Global Financial Markets Association (GFMA)



**London Office**

St Michael's House  
1 George Yard  
London EC3V 9DH  
United Kingdom

Switchboard:  
+44 (0)20 7743 9300

**Brussels Office**

Rue de la Loi, 82  
1040 Brussels  
Belgium

Switchboard:  
+32 (0)2 788 3971

**Press enquiries**

David Waller  
david.waller@afme.eu  
+44 (0)20 7743 9504

**Membership**

membership@afme.eu  
+44 (0)20 7743 9300

**Follow AFME on Twitter**  
@News\_from\_AFME