



POLITECNICO
MILANO 1863

DIPARTIMENTO DI
INGEGNERIA
GESTIONALE

Alla Segreteria della X Commissione
Permanente (Attività produttive, commercio
e turismo)

CAMERA DEI DEPUTATI

ROMA

Milano, 7 aprile 2021

Spettabile Segreteria,

in occasione dell'audizione odierna e vi inviamo una nota scritta sui temi sollecitati.

Distinti saluti.

Prof. Giancarlo Giudici
Professore Ordinario di Finanza aziendale
School of Management, Politecnico di Milano
Via Lambruschini 4, 20156 MILANO
E.mail massimo.colombo@polimi.it



POLITECNICO
MILANO 1863

**Contributo del gruppo di ricerca
'Entrepreneurship, Finance & Innovation (EFI)',
Osservatorio Minibond e Osservatorio Crowdfunding
POLITECNICO DI MILANO – SCHOOL OF MANAGEMENT**

Autori: Massimo G. Colombo (coordinatore), Vincenzo Butticè, Annalisa Croce, Giancarlo Giudici, Massimiliano Guerini, Evila Piva, Francesca Tenca.

Lo scrivente gruppo di ricerca opera ormai da 25 anni all'interno del Politecnico di Milano studiando il fenomeno dell'imprenditorialità e della finanza al suo servizio. Di seguito si propongono alcuni contributi suddivisi per area tematica di interesse: natalità delle startup: il ruolo delle università e degli acceleratori/incubatori; venture capital; crowdfunding; business angels; minibond e altri strumenti di finanza alternativa. Rimaniamo a disposizione per ulteriori richieste e approfondimenti.

EXECUTIVE SUMMARY

La presente nota illustra **quindici proposte** di interventi di policy miranti a migliorare il funzionamento dei mercati finanziari a supporto della crescita di startup innovative ad alto potenziale. Tali imprese **giocano un ruolo cruciale** per l'innovazione, l'apertura di nuovi segmenti di mercato, la crescita economica e la generazione di nuovi posti di lavoro ad alta qualificazione. Tuttavia, esse incontrano **notevoli difficoltà ad accedere ai capitali esterni** (in particolare, il capitale di rischio) necessari per sviluppare e scalare le loro attività, con il pericolo che il loro potenziale di crescita rimanga inespresso.

Le proposte descritte nella nota riguardano sia il lato della **domanda**, con l'obiettivo di generare un ampio deal flow potenzialmente attrattivo per gli investitori, sia il lato dell'**offerta**, con l'obiettivo di ampliare e "democratizzare" l'accesso ai capitali esterni da parte delle startup innovative e PMI, facendo anche leva sulle innovazioni dell'ecosistema della finanza imprenditoriale indotte dalla **trasformazione digitale** e dall'avvento di canali (digitali) alternativi di finanziamento.

In adesione al principio della evidence-based policy, tali proposte sono basate sull'evidenza scientifica sul tema prodotta negli ultimi dieci anni, alla quale il gruppo di ricerca EFI della School of Management del Politecnico di Milano ha ampiamente contribuito. Nel seguito sono sintetizzate le proposte di policy. L'evidenza che le ispira è sintetizzata nel documento.

Proposte "demand-side" relative, in particolare, al ruolo chiave di università e acceleratori/incubatori nel generare sul territorio un **deal flow di proposte di investimento ad alto potenziale di crescita:**

1. Promuovere la mobilità di ricercatori e professori universitari per favorire lo sviluppo di poli scientifici di eccellenza diffusi sul territorio;



2. Sostenere una rete di acceleratori/incubatori di eccellenza diffusa sul territorio, anche attraverso processi di gemmazione e replica delle best practice;
3. Promuovere la semplificazione normativa, ad esempio permettendo l'utilizzo della firma digitale per la costituzione di nuove imprese (non solo startup innovative) ed estendendone l'utilizzo ad altri atti amministrativi.

Proposte supply-side tese a migliorare e “democratizzare” l'accesso alla finanza esterna da parte di startup innovative ad alto potenziale di crescita e PMI:

4. Adottare schemi di coinvestimento pubblico-privato in startup in fase seed, soprattutto se localizzate in aree periferiche (cioè lontane dai VC hub delle grandi aree metropolitane), con leadership privata e ripartizione dei rendimenti asimmetrica a favore dell'investitore privato.
5. Progettare misure specifiche per le zone periferiche rispetto alle grandi aree metropolitane, favorendo le piattaforme digitali.
6. Attuare misure per lo scaling-up delle imprese promuovendo la costituzione di 'sindacati di investitori' con sufficiente massa critica finanziaria, attraverso lo strumento del fondo di fondi.
7. Rendere sistematici gli incentivi alla quotazione per le PMI.
8. Assoggettare le acquisizioni di startup innovative agli stessi incentivi di cui beneficia la ricerca e sviluppo interna.
9. Implementare azioni specifiche di educazione finanziaria sul crowdfunding per potenziali imprenditori ma anche semplici cittadini.
10. Recepire rapidamente il Regolamento UE 2020/1503 sul crowdfunding, garantendo la liquidità di tali investimenti.
11. Promuovere fondi pubblici di co-investimento nazionale a supporto dell'angel investing.
12. Rendere sistematici gli incentivi alla patrimonializzazione delle PMI.
13. Promuovere un tavolo di monitoraggio per prevenire crisi sistemiche legate ai crediti non performing e unlikely to pay delle PMI.
14. Rendere nulle le clausole contrattuali che impediscono la cessione delle fatture commerciali.
15. Procedere con l'implementazione della sandbox sul Fintech e la regolamentazione dei cripto-asset.



Premessa

Gli studiosi concordano che le startup, e in particolare le nuove iniziative imprenditoriali ad alto contenuto di conoscenza (nel seguito, ‘startup innovative’), giocano un **ruolo cruciale per l’innovazione**, l’apertura di nuovi segmenti di mercato, la crescita economica e la generazione di nuovi posti di lavoro ad alta qualificazione. Catturando nuove opportunità di business, esse aiutano anche il sistema economico a **superare crisi dirompenti** come quella causata dalla pandemia COVID-19.

Per la nascita e la crescita di tali imprese, l’accesso a mercati finanziari liquidi e competitivi è un **elemento fondamentale**. Tuttavia, le startup innovative, soprattutto nei primi anni di vita, non hanno dati prestazionali certi, i loro attivi sono in larga parte intangibili, e le loro tecnologie e sbocchi di mercato sono altamente incerti. Le asimmetrie informative con i potenziali investitori che ne conseguono rendono complicato l’accesso alla finanza esterna.

È compito dei policy-makers di progettare misure efficaci di intervento tali da **facilitare l’incontro tra domanda ed offerta di finanza imprenditoriale**, con evidenti benefici sulla crescita economica e sulla società in genere.

Queste note sintetizzano l’evidenza scientifica al riguardo e ne delineano alcune implicazioni nell’ambito delle policy.

Natalità delle startup: il ruolo delle università e degli acceleratori/incubatori

Un’offerta efficiente di finanza imprenditoriale è un fondamentale fattore di successo degli ecosistemi imprenditoriali, ma solo nel momento in cui si manifesta una domanda significativa e qualificata di finanza esterna da parte del sistema delle startup innovative. Pertanto, per i policy makers è fondamentale chiedersi in che modo favorire la **natalità di startup innovative ad alto potenziale di crescita** in una specifica area geografica.

Negli ultimi 10 anni, si è generato consenso nella comunità scientifica circa il ruolo fondamentale rivestito dalle **università**, quale luogo di generazione di conoscenze scientifiche di frontiera e di trasmissione di tali conoscenze in primis agli studenti e poi a terzi (attraverso la ricerca pratica), nel promuovere la natalità di startup innovative ad alto potenziale. Da questo punto di vista, il ruolo dei **laureati STEM** (scienza, tecnologia, ingegneria e matematica) è fondamentale. A titolo di esempio, il progetto sulla student entrepreneurship al Politecnico di Milano documenta che dei circa 65.000 alumni laureati fra il 2000 e il 2014, il 5,2% aveva creato una startup entro metà 2015. Le 3.825 startup POLIMI a fine 2015 avevano un giro di affari pari a quasi 2,55 miliardi di euro e impiegavano complessivamente più di 8.500 addetti. Inoltre, Colombo e Piva (2020) mostrano che la creazione di una startup è favorita quando il curriculum universitario dello studente combina la specializzazione in uno specifico ambito tecnologico-scientifico in cui l’università vanta una leadership accademica, con l’esposizione a corsi di economia e management.



Le università hanno un impatto positivo sulla creazione di startup innovative che va al di là della student entrepreneurship, ma come notano Bonaccorsi, Colombo, Guerini e Rossi-Lamastra (2014), tale impatto è forte solo nel caso di **università con elevato ranking**, ed è **estremamente localizzato**, in quanto diminuisce rapidamente con la distanza geografica, fino a svanire oltre i 40 km. Bonaccorsi, Colombo, Guerini e Rossi-Lamastra (2013) hanno mostrato che università specializzate nelle scienze applicate e in ingegneria hanno un impatto settorialmente diversificato sulla creazione locale di startup innovative, anche se tale impatto è più forte nei servizi, mentre università specializzate nelle scienze di base hanno un impatto positivo circoscritto alla creazione di startup nei settori dell'elettronica, informatica e farmaceutica.

L'evidenza sopra riportata suggerisce che gli investimenti nella creazione di poli accademici di eccellenza, in specifiche discipline STEM, diffusi sul territorio nazionale possono avere un importante ritorno indiretto in termini di natalità di startup innovative. Misure di **sostegno alla mobilità territoriale di ricercatori e professori universitari**, che tradizionalmente nel Paese è bassa, possono fornire uno stimolo fondamentale alla creazione di tali poli, con effetti positivi sull'imprenditorialità tecnologica locale.

L'effetto positivo per la natalità delle startup innovative della presenza di poli scientifici-tecnologici di eccellenza nelle università locali può essere amplificato da una rete diffusa sul territorio di **incubatori/acceleratori**. Come hanno mostrato Colombo, Piva e Rentocchini (2012), gli incubatori svolgono un ruolo fondamentale di gate keeper, aiutando le startup che mancano di contatti in ambito accademico ad avviare collaborazioni con università ed organizzazioni pubbliche di ricerca tese a beneficiare delle conoscenze scientifiche avanzate da queste sviluppate. Sostenere tali iniziative attraverso meccanismi che favoriscono la replica delle esperienze di successo (ad esempio via gemmazione degli incubatori/acceleratori leader) è un importante ingrediente di una politica per l'imprenditorialità innovativa di successo.

Infine, gli studiosi concordano che Paesi con istituzioni poco friendly scoraggiano l'imprenditorialità innovativa. Da questo punto di vista, un'ulteriore proposta è quella di **estendere la possibilità di costituire PMI con la firma digitale** senza l'obbligo di ricorso al notaio (oggi possibile solo per le startup innovative) e di **allargare la tipologia di atti** che possono essere autorizzati con procedure analoghe (ad esempio aumenti di capitale). Si ritiene che il livello di digitalizzazione oggi raggiunto nella gestione di questi adempimenti possa gradualmente evitare la 'gabella' dei notai.

Il venture capital

Per **venture capital (VC)** si intende il **finanziamento del capitale di rischio di startup innovative ad alto potenziale**. Si tratta di una forma di finanziamento altamente selettiva, rivolta a quei progetti imprenditoriali caratterizzati da un forte potenziale di crescita tale da garantire elevati tassi di ritorni per il finanziatore, che

PROPOSTA
Promuovere la mobilità
di ricercatori e
professori universitari

PROPOSTA
Sostenere una rete di
acceleratori/incubatori
di eccellenza diffusa
sul territorio, anche
attraverso processi di
gemmazione

PROPOSTA
Permettere l'utilizzo
della firma digitale per
la costituzione di
nuove imprese ed
estenderne l'utilizzo ad
altri atti amministrativi



ne compensino i rischi estremamente elevati. Gli investitori di VC sono intermediari finanziari specializzati che operano attraverso la creazione di fondi chiusi di investimento, raccogliendo capitali da una pluralità di soggetti (investitori istituzionali, persone fisiche, imprese) per poi re-investirli in un portafoglio di startup, ma anche imprese industriali che usano il finanziamento di startup come strumento di *open innovation*. In questo ultimo caso si parla di **corporate VC**.

Il VC è una modalità di finanziamento importante per sostenere lo sviluppo e la crescita delle startup innovative. I benefici per queste imprese, infatti, non sono limitati alle risorse finanziarie apportate dall'investitore, ma **riguardano anche aspetti non finanziari** quali, ad esempio, l'allargamento del network di clienti e fornitori, una maggiore visibilità sul mercato del lavoro qualificato, una maggior facilità di accesso a ulteriori fonti di finanziamento (ad esempio attraverso il canale bancario), e un supporto attivo alla gestione strategica dell'impresa. I lavori scientifici del gruppo EFI basati su un campione molto ampio di imprese europee monitorate dal database VICO,¹ la più completa base di dati oggi disponibile sul VC nei paesi della Unione Europea, Regno Unito ed Israele, confermano tale visione. Essi documentano gli **effetti positivi del VC** sulle performance delle startup investite, in termini di **capacità di innovazione** (Bertoni et al. 2010), **rimozione dei vincoli finanziari** (Bertoni et al. 2015a) e **crescita di fatturato, addetti e produttività** (Bertoni et al. 2011; Croce et al. 2013). In particolare, l'impatto stimato del VC sulla crescita annuale della produttività totale dei fattori produttivi (TFP) delle imprese Europee (+15%) è comparabile ai valori stimati per gli Stati Uniti.

Sebbene negli ultimi anni in Italia si sia assistito a una forte crescita del numero di investimenti e dell'ammontare investito, che ha raggiunto il valore di quasi 600 milioni di euro nel 2019 (Fonte: AIFI), **il mercato italiano risulta essere decisamente meno sviluppato rispetto a quello di altri Paesi europei**, come Regno Unito, Francia e Germania. Inoltre, l'impatto della pandemia sembra avere colpito il comparto italiano in modo non trascurabile, come evidenziato dall'ultimo rapporto del Venture Capital Monitor, che mostra una decisa flessione negli investimenti di VC nel corso del primo semestre del 2020 rispetto allo stesso periodo del 2019. In tale contesto la Lombardia è la Regione in cui si concentra il maggior numero di operazioni, con Lazio ed Emilia-Romagna che seguono a una certa distanza.

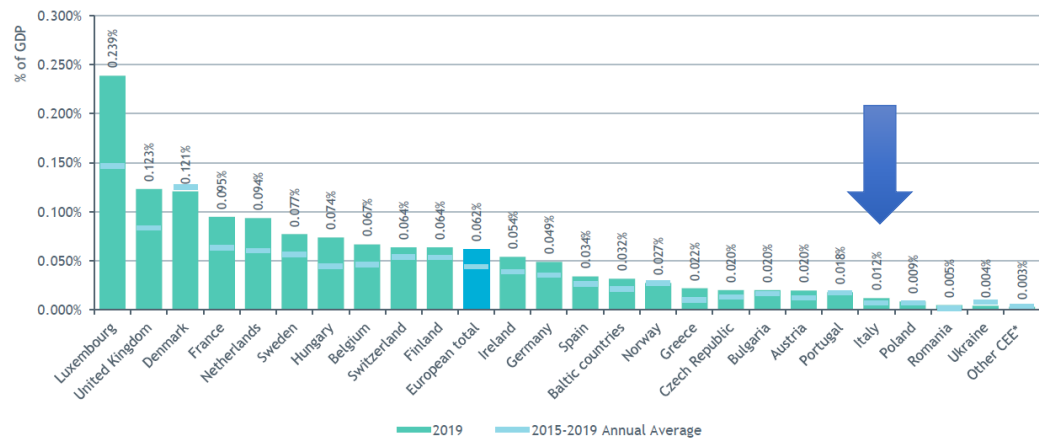
La concentrazione degli investimenti italiani di VC in Lombardia non è casuale. Essa riflette la **forte concentrazione geografica** degli investitori di VC a livello mondiale in un numero selezionato di grandi aree metropolitane (in Italia, Milano) e la loro tendenza a investire in prossimità, per poter meglio monitorare gli investimenti effettuati. In Europa, i due principali VC hubs (Londra e Parigi) contano per quasi il 40% del numero e dell'ammontare degli investimenti effettuati (fonte: Dataset VICO 5.0). A sua volta, come evidenziato da Colombo, D'Adda e Quas (2019), la concentrazione geografica del VC impatta negativamente sulla

¹ <http://risis.eu/data/vico-dataset/>



domanda di capitale equity esterno da parte delle startup europee (e italiane) che non sono localizzate in prossimità di un VC hub (cioè in un raggio di circa 250 km).

Gli investimenti nel
Venture Capital
rispetto al PIL, in
vari Paesi europei.
Fonte: Invest Europe



Negli ultimi anni, l'attività del gruppo di ricerca Entrepreneurship, Finance & Innovation (EFI) si è concentrata in particolar modo sullo **studio dell'impatto del venture capital sulla performance delle startup** che hanno ricevuto tale forma di finanziamento. Attraverso la partecipazione a una serie di progetti finanziati dalla Commissione Europea nell'ambito dei Programmi FP7 e H2020 (VICO, RISIS e RISIS2), il gruppo EFI ha sviluppato negli anni una base di dati a livello europeo (VICO Dataset), che ha consentito di aprire diversi filoni di ricerca sul tema.

Un'importante caratteristica del VC in Europa è la presenza di **fondi di venture capital di natura pubblica**, un'iniziativa di policy che mira a superare il gap di finanziamento delle startup, soprattutto nella fase iniziale della loro vita (fase seed). Gli studi sul tema, riassunti in Colombo et al. (2016), evidenziano come nella maggior parte dei casi il VC pubblico abbia avuto **effetti modesti in termini di impatto diretto sulle performance** delle startup. Ciononostante, tale forma di finanziamento ha avuto alcuni importanti effetti positivi a livello di ecosistema imprenditoriale. In particolare, **il finanziamento da VC pubblico ha aumentato la capacità delle startup investite di attrarre investimenti privati** (Guerini e Quas 2016). Inoltre, Bertoni, Colombo e Quas (2019) mostrano che nei Paesi europei dove il VC pubblico è più diffuso, gli investitori privati, anche grazie alla formazione di sindacati pubblico-privato, orientano maggiormente i loro investimenti verso startup in fase seed o localizzate in aree periferiche (cioè lontane dai VC hub), nelle quali normalmente sono restii ad investire.

Negli ultimi anni si è vista una **crescente attenzione da parte dei policy-maker** nazionali a favorire la creazione di imprese innovative e in particolare lo sviluppo del mercato del VC. Tra le iniziative più importanti rientrano certamente il D.L. 179/2012 ('Decreto Sviluppo' e successive integrazioni) che fornisce tutta una serie di misure di supporto per favorire gli investimenti in startup innovative, e, più recentemente, il Fondo Nazionale Innovazione (FNI), che ha iniziato ad



operare nel corso del 2020. Il FNI opera sia attraverso investimenti diretti in startup, sia indirettamente in qualità di fondo di fondi che fornisce capitale finanziario a società di VC private. Giraud et al. (2019) hanno studiato in particolare due di queste misure: la detrazione fiscale per gli investimenti nelle startup e la garanzia statale offerta sui prestiti erogati alle startup innovative evidenziando come abbiano avvantaggiato tipologie diverse di aziende.

Il FNI rappresenta sicuramente un segnale di attenzione da parte del policy-maker che **deve concretizzarsi, dal punto di vista operativo, in una fattiva collaborazione pubblico-privato. Va infatti evitato il rischio di un effetto di spiazzamento in cui il pubblico sostituisce l'offerta da parte di fondi di VC privati e investitori corporate. Per evitare tale rischio, una modalità di intervento auspicabile è il co-investimento pubblico-privato a leadership privata e con una ripartizione dei rendimenti dell'investimento asimmetrica, a vantaggio dell'investitore privato.** Ad esempio all'investitore privato può essere garantita l'opzione di rilevare l'investimento equity pubblico trasformandolo in un debito ad alto rendimento. Tale schema, sperimentato con successo in altri paesi europei (Finlandia e Paesi Bassi) offre all'investitore privato la possibilità di appropriarsi di una quota di ritorni più elevata in caso di successo dell'investimento, e ne ricompensa l'attività di selezione e monitoraggio degli investimenti, che gli viene affidata. Esso incentiva gli investitori privati di VC, specialmente quelli più abili, ad investire in **startup ad alto potenziale ma che altrimenti sarebbero ritenute troppo rischiose.**

Un altro aspetto che l'intervento pubblico in questo ambito deve considerare è la **natura fortemente locale dell'attività di VC**, che, come detto, in Italia risulta essenzialmente concentrata in Lombardia. Prendendo spunto dalle politiche di "democratizzazione" territoriale del VC implementati con successo in altri Paesi europei (come la Francia), il governo italiano dovrebbe progettare interventi finalizzati a creare maggiori opportunità di finanziamento di VC per le startup innovative che sono localizzate **in aree geografiche periferiche**, in cui l'incontro tra domanda e offerta di capitale finanziario è più difficile. A tal fine risulta altresì auspicabile **favorire la complementarietà** tra il mercato del VC e lo sviluppo di piattaforme digitali per l'incontro tra domanda e offerta di finanziamento (crowdfunding).

Un tema ulteriore, di grande importanza non solo per il contesto italiano ma anche europeo, riguarda la capacità degli investitori di VC di **finanziare la fase di scaling-up**, attivando processi di crescita sostenuta e internazionalizzazione delle startup finanziate. La concorrenza globale richiede infatti notevoli risorse finanziarie per sostenere tali processi di crescita, rendendo quindi necessari, in alcuni casi, round di finanziamento nell'ordine delle centinaia di milioni di euro. La dimensione relativamente contenuta dei fondi di VC europei rende difficile reperire la massa critica necessaria per fornire alle startup l'importo di investimento necessario per scalare a livello globale. In questo ambito, l'intervento pubblico (ad esempio attraverso il meccanismo del fondo di fondi come quello implementato dallo European Investment Fund) può essere un catalizzatore chiave di sindacati con la sufficiente capacità finanziaria.

PROPOSTA
Adottare schemi di
coinvestimento
pubblico-privato in
startup in fase seed con
ripartizione dei
rendimenti asimmetrica
a favore
dell'investitore privato

PROPOSTA
Progettare misure
specifiche per le zone
periferiche rispetto alle
grandi aree
metropolitane,
favorendo le
piattaforme digitali

PROPOSTA
Attuare misure per lo
scaling-up delle
imprese attraverso lo
strumento del fondo di
fondi



PROPOSTA

Rendere sistematici gli incentivi alla quotazione per startup innovative e PMI

PROPOSTA

Assoggettare le acquisizioni di startup innovative agli incentivi previsti per la R&S interna

Un ultimo importante aspetto che i policy-makers dovrebbero considerare attentamente è relativo alle **strategie di uscita degli investimenti di VC**. La facilità di uscita è infatti un elemento essenziale per promuovere il mercato del VC. In quest'ottica, da un lato è importante **rafforzare il mercato europeo delle IPO per startup innovative e PMI**. I listini borsistici non regolamentati come AIM Italia sono strumenti importanti per ridurre i costi di quotazione; gli **adempimenti** dovrebbero essere commisurati alla scala delle imprese, soprattutto in ottica di **market abuse regulation**. Dall'altro, le acquisizioni sono oggi di gran lunga il canale principale di uscita degli investimenti di VC a livello mondiale. Per l'acquirente, le acquisizioni di startup innovative sono un ingrediente fondamentale delle strategie di 'open innovation', complementare alla ricerca e sviluppo interna. **Assimilare le acquisizioni di startup innovative alla ricerca e sviluppo interna e assoggettarle agli stessi incentivi** avrebbe benefici indiretti considerevoli a monte sul mercato del VC.

Il crowdfunding

Con crowdfunding si indica il processo di raccolta di somme di denaro, anche di modesta entità, da una "folla" di persone, attraverso l'utilizzo di siti Internet (anche detti "piattaforme" o "portali"), per il finanziamento di progetti imprenditoriali o di diversa natura (Giudici et al. 2013). Talvolta, i contributi della folla si configurano come donazioni (donation-based crowdfunding), mentre in altri casi prevedono la ricezione di una ricompensa. Si parla di reward-based crowdfunding nel caso in cui la ricompensa consista nel pagamento anticipato derivante dalla prevendita del prodotto o servizio oggetto della campagna, di lending-based crowdfunding nel caso in cui gli investitori prestino dei capitali e ricevano come ricompensa un interesse (oltre al rimborso del capitale alla scadenza del prestito), di equity-based crowdfunding quando tramite l'investimento on-line si riceve un vero e proprio titolo di partecipazione in una società. È prassi consolidata far confluire lending-based e equity-based crowdfunding all'interno della macro-categoria del **crowdinvesting**. In media, le campagne di crowdinvesting hanno una dimensione monetaria maggiore² rispetto al donation e reward-based crowdfunding. Anche per tale ragione, il crowdinvesting ha attratto l'interesse di iniziative con requisiti di capitali più elevati e di imprese operanti in settori ad alta intensità di capitali, come la ricerca o le tecnologie dell'informazione.

Il mercato del crowdfunding sta tuttora vivendo una rapida evoluzione. Nello specifico, alla data del 30 giugno 2020, **il valore cumulato dei capitali raccolti con il crowdinvesting in Italia ha superato i 900 milioni di euro** (equity-based: € 159 milioni, lending-based: € 749 milioni). Al termine del 2019, il valore cumulato delle somme raccolte attraverso donation e reward-based crowdfunding è stato di € 74 milioni³. Ogni anno inoltre, assistiamo alla nascita di nuove

² Secondo il 5° Report italiano sul CrowdInvesting, a cura dell'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano e disponibile sul web (www.osservatoriocrowdinvesting.it).

³ Report 2019, Il Crowdfunding in Italia, Starteed (<http://crowdfundingreport.it>)

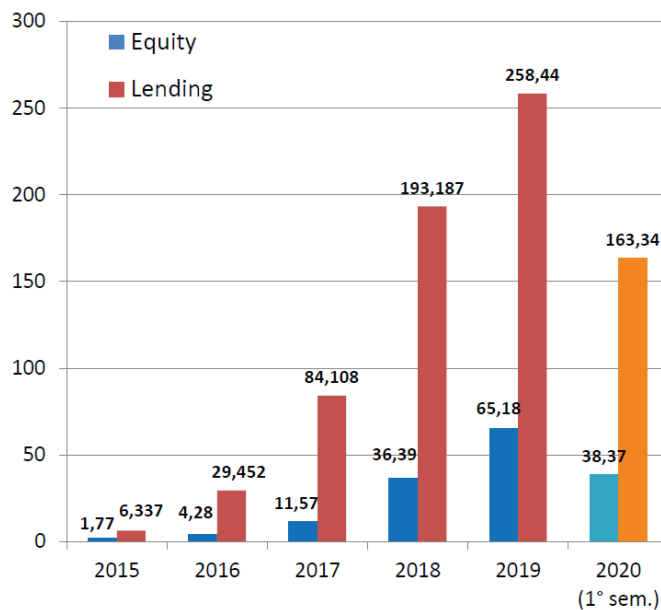


piattaforme, alcune delle quali introducono interessanti innovazioni nei modelli di business. È il caso, ad esempio, del “real estate crowdfunding”, specificatamente rivolto alla raccolta di capitali per progetti immobiliari, del “civic crowdfunding” per il finanziamento di opere e progetti pubblici da parte dei cittadini stessi, o del “royalty-based crowdfunding”, che prevede l’erogazione di una quota dei fatturati, come ricompensa per il finanziamento.

Il gruppo di ricerca EFI della School of Management del Politecnico di Milano ha condotto numerosi studi tesi ad identificare le caratteristiche delle campagne di successo e a comprendere quali scelte progettuali e quali caratteristiche degli imprenditori favorissero la raccolta di capitali, diventando negli anni una voce autorevole nel panorama accademico e professionale. A questo scopo, il gruppo di ricerca si è dotato di una estesa infrastruttura dati comprendente le campagne di equity-based e reward-based crowdfunding sui principali portali internazionali e su tutte le piattaforme nazionali. La ricerca ha mostrato **l’importanza del capitale umano** (Piva e Rossi-Lamastra, 2018), dei **legami con il territorio** (Giudici et al., 2018) e delle **relazioni personali e professionali** sviluppate sulla piattaforma prima del lancio della campagna (Colombo et al., 2015; Butticcè et al., 2017; Giudici et al., 2020) per il successo della campagna.

Il flusso della raccolta di capitale attraverso il crowdfunding in Italia.

Fonte: Osservatori EFI, Politecnico di Milano



Raccolta complessiva
‘all time’ al 30 giugno 2020

Equity € 158,9 milioni
Lending € 749,0 milioni
TOTALE € 907,9 milioni

Raccolta ultimi 12 mesi
(luglio 2019-giugno 2020)

Equity € 76,6 milioni
Lending € 314,2 milioni

Una seconda area di ricerca ha permesso di dimostrare l’efficacia del crowdfunding come canale di finanziamento per **colmare il financial gap di alcune categorie imprenditoriali** tipicamente sfavorite, favorendo anche l’innovazione in modalità ‘open’ (Giudici e Rossi-Lamastra 2018). A tal proposito, la ricerca ha mostrato l’efficacia del crowdfunding per le **donne** e per **gli imprenditori localizzati in aree svantaggiate** (Butticè e Guerini, 2020). Si tratta di un elemento importante che favorisce la **‘democratizzazione’ della finanza** e il coinvolgimento della



popolazione nel finanziamento di progetti infrastrutturali e sostenibili (Bonzanini et al., 2016).

Negli anni, inoltre, sempre più rilevante è diventata l'attività di ricerca volta all'analisi delle **relazioni fra il crowdfunding e altre fonti di finanziamento** (Venture Capital, Business Angels). Attraverso l'incrocio dei dati sul crowdfunding con quelli dell'infrastruttura dati VICO, è stato possibile studiare le implicazioni di una campagna di crowdfunding per la successiva attrazione di finanziamenti da investitori professionali, mostrando che, sotto opportune condizioni, le campagne di reward (Colombo e Shafi, 2019) ed equity-based crowdfunding (Butticè et al., 2020) possano **favorire l'attrazione di fondi di VC**.

Un'ulteriore linea di ricerca ha riguardato le piattaforme di crowdfunding, per identificarne le **determinanti della loro nascita, diffusione e fallimento** (Dushnitsky et al., 2020). Sulla base di un censimento di oltre 600 piattaforme di crowdfunding, la ricerca ha mostrato che i **tassi imprenditoriali locali** sono uno dei driver principali per la nascita di nuove piattaforme (Dushnitsky et al., 2016).

Infine, ogni anno, l'Osservatorio Crowdinvesting del Politecnico di Milano monitora l'evoluzione del mercato del crowdfunding con attenzione alla normativa, alle piattaforme attive, alla raccolta, alle campagne, e all'impatto sulla crescita delle imprese. L'Osservatorio pubblica ogni anno a luglio un Report che rappresenta il punto di riferimento in Italia per comprendere l'evoluzione del mercato del crowdinvesting. Inoltre, l'osservatorio crowdinvesting cura la pubblicazione periodica di un cruscotto aggiornato di indicatori, specifico per l'equity-based crowdfunding (<https://www.osservatoriefi.it/efi/osservatorio-crowdinvesting/>).

L'evoluzione del mercato del crowdfunding è stata sostenuta da un continuo interesse dei policy maker. Tuttavia, seppure in rapida crescita, il crowdfunding italiano non ha ancora raggiunto dimensioni, in termini di capitali raccolti, paragonabili ai principali mercati internazionali (Regno Unito, Germania, Francia, Paesi Bassi, Spagna, Finlandia, Estonia). Si ritiene pertanto necessario **un ulteriore sforzo di policy per favorire un'espansione di tale mercato** e beneficiare appieno delle numerose opportunità offerte da questo canale di finanziamento.

Politiche volte ad **aumentare la consapevolezza di imprenditori e semplici cittadini** rispetto allo strumento del crowdfunding (per esempio attraverso programmi di formazione ed educazione finanziaria), potrebbero incrementare la domanda e l'offerta di capitali attraverso questo canale di raccolta. Le agevolazioni di recente introduzione previste dal programma Smart Money per i lavori preparatori per campagne di crowdfunding vanno nella giusta direzione. Relativamente al crowdinvesting, appare particolarmente rilevante anche la necessità di assicurare **sufficiente liquidità** degli investimenti. La recente approvazione del nuovo **Regolamento UE 2020/1503** relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (che andrà declinato nelle norme nazionali) rappresenta **un'opportunità unica** per allineare l'Italia alle migliori pratiche e introdurre una normativa che: (i) **favorisca l'internazionalizzazione del mercato**, (ii) **renda più omogenea la regolamentazione dei portali lending rispetto ai portali equity**, (iii) **incrementi la qualità delle informazioni che i**

PROPOSTA
Azioni di educazione
finanziaria specifiche
sul crowdfunding

PROPOSTA
Rapido recepimento
del Regolamento UE
2020/1503 sul
crowdinvesting



portali sono tenuti a fornire (ad esempio la performance degli investimenti passati).

Business angel

Una ulteriore fonte di investimento nelle prime fasi di sviluppo delle startup è fornita dai Business Angels (BA). Essi sono generalmente individui ad alto reddito, di età compresa tra i 40 ed i 60 anni, con un background manageriale o imprenditoriale. Meno del 20% dei BA in Italia sono donne. Tra le motivazioni principali che muovono questi investitori, oltre al ritorno economico, vi è la sfida personale di **scommettere su aziende giovani ed innovative** e la volontà di **trasferire agli imprenditori le proprie conoscenze**, diventando membri attivi nella loro visione strategica e gestione.

Più nel dettaglio, i BA rivestono un ruolo primario nelle fasi iniziali della vita di una startup, investendo nei primi e più rischiosi round di finanziamento. Oggi i BA sono presenti in quasi tutti i paesi più avanzati, e molti paesi Europei hanno implementato politiche atte ad incentivare la formazione di nutrite **comunità di investitori informali**. Infatti, le cosiddette **Business Angel Network (BAN)** permettono ai BA di condividere i rischi legati agli investimenti e di usufruire di attività di screening e due diligence condotte da personale specializzato.

Il report Italia 2019 del VeM (Venture Capital Monitor) riporta che le imprese italiane oggetto d'investimento esclusivo da parte di BA nel corso del 2019 sono state 88, per un totale di 52,7 milioni di euro investiti in 395 deal⁴, con un aumento significativo dei capitali investiti rispetto al 2018. Questo dato conferma la crescita di interesse verso gli investimenti informali in capitale di rischio da parte degli investitori. Il 72% degli investimenti ha finanziato imprese con sede nelle regioni dell'Italia settentrionale ed in particolare in Lombardia (36%).

Gli studi condotti sui BA dal gruppo di ricerca EFI mostrano che **gli investimenti di BA sono altamente eterogenei**, sia per i criteri di selezione adottati (Croce et al., 2017) sia per l'impatto sulle imprese investite. In particolare, Croce et al. (2020) analizzano l'impatto degli investimenti effettuati dai BA italiani appartenenti ad IBAN e mostrano che **l'esperienza imprenditoriale e finanziaria dei BA e il loro coinvolgimento attivo nell'impresa investita** hanno un ruolo fondamentale, ma variabile a seconda dello stadio di vita e delle prospettive di crescita dell'impresa investita stessa. Inoltre, fattori quali la selettività dei BA e la loro appartenenza ad un network influenzano, a diverso titolo, l'attrazione di finanziamenti successivi di VC (Croce et al., 2021).

In definitiva, i BA hanno **un ruolo importante** nel sostenere la creazione e la crescita di nuove imprese. Tuttavia, a livello Europeo, **il mercato dei BA risulta ancora sottosviluppato rispetto agli Stati Uniti. Programmi di supporto**

⁴ Il notevole divario tra numero di imprese investite e numero di investimenti, conferma la tendenza già rilevata negli anni precedenti, anche in ambito internazionale, che vede i Business Angels unirsi in cordate (syndication) per aumentare l'apporto finanziario complessivo, ridurre i costi individuali di transazione e ridurre il rischio unitario in caso di insuccesso dell'operazione.



governativi, adeguatamente disegnati, possono essere, pertanto, di vitale importanza per sviluppare tale mercato e migliorare l'offerta di finanziamento da parte dei BA verso startup innovative ed allo stesso tempo veicolare la domanda di finanza esterna verso tale tipologia di finanziatore.

Recentemente si è assistito ad una **significativa espansione di iniziative pubbliche a supporto del mercato dei BA**. Ad esempio, il Decreto Rilancio (D.L. 34/2020, coordinato dalla L. 77/2020) ha previsto ingenti vantaggi fiscali per coloro che investono in nuove imprese innovative. Tale misura è stata adottata dal governo per affrontare la crisi attuale, ma si pone anche in un rapporto di continuità con gli incentivi dedicati a coloro che investono in nuove imprese, già riscontrati, ad esempio, nel Decreto Sviluppo (D.L. 179/2012). A livello Europeo un'importante iniziativa riguarda l'**EAF (European Angel Fund)**. L'EAF, lanciato all'inizio del 2012, nasce con l'obiettivo di istituire dei fondi di investimento basati sulla cooperazione di lungo termine con le associazioni di BA a livello nazionale. Iniziative di questo tipo sono state attuate in Germania, Austria, Spagna, Irlanda, Olanda, Danimarca, Finlandia, Italia e Belgio. A fine 2019, l'EAF disponeva di 9 iniziative di fondi basate sulla collaborazione con network di BA nazionali. In aggiunta alle iniziative a livello di singolo paese, è stato istituito un fondo pan-Europeo (EAF Europe), che supporta investimenti cross-country. Tali iniziative possono essere replicate e rafforzate con interventi di policy simili a livello nazionale.

Gli effetti della recente crisi legata alla pandemia da COVID-19 rendono ancora più necessari degli interventi di policy volti al sostegno del mercato dei finanziamenti di BA. Una recente indagine, condotta dall'European Investment Fund, evidenzia come le **aspettative dei BA circa il futuro siano considerevolmente peggiorate**. Il pessimismo è legato alla scarsa disponibilità di risorse da investire, alla difficoltà di trovare co-investitori con cui effettuare gli investimenti, alle difficoltà di accesso al finanziamento da parte delle imprese, alle limitate opportunità di sviluppo del portafoglio di investimenti, alla volatilità del mercato e alle difficoltà legate alle strategie di uscita dall'investimento.

Altra tematica importante è la crescita degli investimenti dei BA in **organizzazioni cosiddette a significativo impatto sociale**, vale a dire imprese che introducono un'innovazione sociale, quali le B Corp, le Società Benefit (S.B.) e le Startup Innovative a Vocazione Sociale (SIaVS). Sulla base dei dati presentati nel Report sull'impatto dei Business Angel italiani del 2020 del Social Innovation Monitor (Politecnico di Torino), il 54% dei BA italiani investe in organizzazioni a significativo impatto sociale. L'82% di questi ultimi dichiara, inoltre, di investire in settori sottocapitalizzati o di accettare ritorni economici inferiori a quelli di mercato a favore di ritorni maggiori in termini di impatto sociale.

Infine, **un aumento della disponibilità di finanziamenti di tipo equity** dovrebbe rappresentare un importante obiettivo dei legislatori al fine di evitare un eccessivo indebitamento delle PMI, di rafforzare la struttura del loro capitale e il loro profilo di rischio. I finanziamenti di tipo equity, come quelli di BA e VC, rappresentano infatti un valido strumento per garantire liquidità e crescita alle PMI,



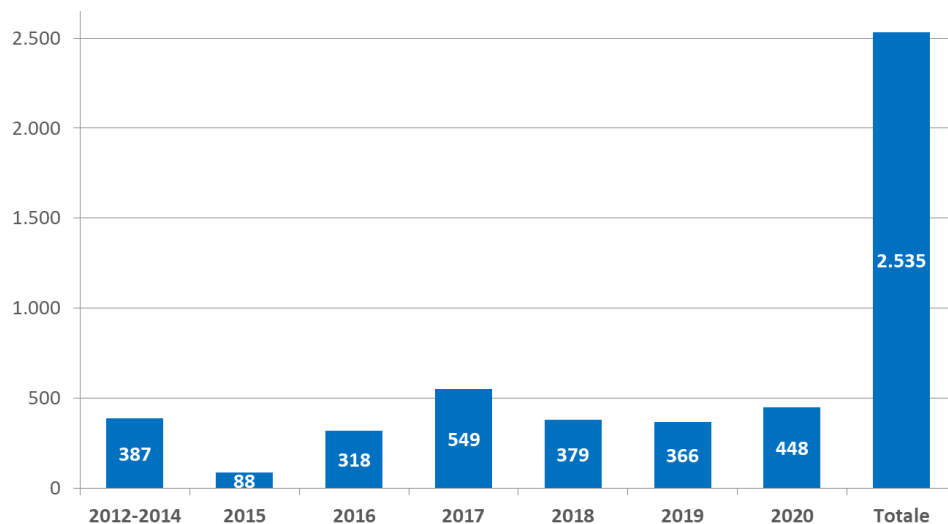
preservandole dalla crisi e predisponendole a necessarie strategie di innovazione per accelerare il cambiamento, la transizione digitale e la crescita.

Minibond e altri strumenti di finanza alternativa

L'industria dei minibond continua a crescere in Italia, fin dal 2013 quando le innovazioni normative avviate dal D.L. 'Sviluppo' e da decreti successivi hanno facilitato l'opportunità per le PMI di collocare **obbligazioni e cambiali finanziarie** sul mercato, sottoscritte da investitori professionali (tipicamente banche, fondi di private debt e asset management companies) e oggi anche collocate su portali di equity crowdfunding. Ciò ha consentito alle imprese di **meglio diversificare le fonti di finanziamento, di arricchire le proprie conoscenze sul mercato del capitale e di entrare a contatto con investitori istituzionali e professionali** (che spesso hanno poi accompagnato le PMI verso la quotazione o il private equity).

La ricerca condotta dall'Osservatorio Minibond del Politecnico di Milano evidenzia che le PMI non finanziarie italiane emittenti di minibond fino al 30 giugno 2020 sono state 409; fra queste, alcune decine si sono affacciate sul mercato per la prima volta nel 2020. Il controvalore collocato negli ultimi 12 mesi coperti dalla ricerca è stato di € 448 milioni, in buon aumento rispetto a € 366 milioni dell'anno precedente anche grazie alle operazioni di sistema dei 'basket bond' tipicamente progettate per le PMI. Al momento la crisi del Covid-19 **non sembra avere impattato in maniera significativa sulla pipeline, anche grazie alla possibilità di accedere alla garanzia pubblica** (Fondo Centrale e SACE).

Flusso delle emissioni di minibond da PMI italiane non finanziarie (valori in milioni di euro).
Fonte: Osservatori EFI, Politecnico di Milano



PROPOSTA
Un tavolo di monitoraggio per prevenire crisi sistemiche legate ai crediti non performing e unlikely to pay delle PMI

Ciononostante, diverse considerazioni emergono come importanti nel momento in cui le garanzie si esauriranno e si tratterà di **verificare la sostenibilità del debito per le emittenti**. Da questo punto di vista suggeriamo un **tavolo di monitoraggio costituito insieme alle banche e ai principali fondi di credito per le PMI**, che



possa rapidamente proporre azioni per la gestione di crediti unlikely-to-pay e non performing.

Sempre nell'ottica di favorire il credito alternativo alle imprese, esistono altri ambiti che il gruppo di ricerca ha cominciato a studiare: (1) il **direct lending**, ovvero l'opportunità di accedere a prestiti anche da soggetti non bancari, come assicurazioni e fondi di private debt, (2) l'**invoice trading**, ovvero la cessione delle fatture commerciali attraverso portali fintech, con il vantaggio di ottenere un anticipo di cassa. Se il **primo contesto appare ancora di nicchia** (si stima che la raccolta per le PMI in questo comparto sia stata pari a € 32 milioni fra luglio 2019 e giugno 2020) ma comunque in crescita, **il secondo invece ha visto un rapido sviluppo**. Secondo l'ultimo Quaderno di ricerca sulla Finanza Alternativa per le PMI degli Osservatori EFI le piattaforme di invoice trading italiane hanno mobilitato per le PMI fino al 30 giugno 2020 quasi € 3 miliardi, di cui € 1,157 miliardi negli ultimi 12 mesi considerati (+23% rispetto all'anno prima, quando il flusso era stato € 939,3 milioni). Le ragioni della crescita sono da attribuire sia all'aumento delle piattaforme attive sia al processo di integrazione tecnologica fra le piattaforme e i sistemi ERP delle imprese che semplifica la customer experience. La crisi Covid-19 ha incrementato il flusso delle richieste da parte della PMI, sia per la percezione di un maggiore rischio di insolvenza dei debitori sia per la necessità di liquidità immediata. Un suggerimento che ci sentiamo di condividere, già avanzato dagli operatori del mercato, è quello di **rendere nulle le clausole di divieto di cessione delle fatture**, spesso imposte dalle grandi imprese alle PMI.

Infine, come scuola Politecnica non possiamo che essere attenti ai temi della tecnologia e quindi auspichiamo **una rapida implementazione della sandbox regolamentare sul Fintech in Italia**, che potrebbe aprire nuove opportunità per creare valore della filiera della finanza alternativa per le PMI e sdoganare la tecnologia blockchain per il **collocamento dei crypto-asset** (modalità usata per le Initial Coin Offerings studiate nell'articolo di Adhami et al. 2018).

Bibliografia

- Adhami, S., Giudici, G., Martinazzi, S., (2018). Why do businesses go crypto? An empirical analysis of Initial Coin Offerings, *Journal of Economics and Business* 100, 64-75.
- Bertoni, F., Croce, A., & d'Adda, D. (2010). Venture capital investments and patenting activity of high-tech start-ups: a micro-econometric firm-level analysis. *Venture Capital*, 12(4), 307-326.
- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Grilli, L. (2011). Venture capital financing and the growth of high-tech start-ups: Disentangling treatment from selection effects. *Research policy*, 40(7), 1028-1043.
- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Grilli, L. (2013). Venture capital investor type and the growth mode of new technology-based firms. *Small Business Economics*, 40(3), 527-552.
- Bertoni, F., Croce, A., & Guerini, M. (2015a). Venture capital and the investment curve of young high-tech companies. *Journal of Corporate Finance*, 35, 159-176.

PROPOSTA
Rendere nulle le
clausole contrattuali che
impediscono la cessione
delle fatture
commerciali

PROPOSTA
Procedere con
l'implementazione
della sandbox sul
Fintech e la
regolamentazione dei
cripto-asset



- Bertoni, F., Colombo, M. G., & Quas, A. (2015b). The patterns of venture capital investment in Europe. *Small Business Economics*, 45(3), 543-560.
- Bertoni, F., Colombo, M.G., & Quas, A. (2019). The role of Governmental Venture Capital in the Venture Capital ecosystem: An organizational ecology perspective, *Entrepreneurship Theory & Practice*, 43(3), 611-628.
- Bonaccorsi, A., Colombo, M. G., Guerini, M., & Rossi-Lamastra, C. (2013). University specialization and new firm creation across industries. *Small Business Economics*, 41(4), 837-863.
- Bonaccorsi, A., Colombo, M. G., Guerini, M., & Rossi-Lamastra, C. (2014). The impact of local and external university knowledge on the creation of knowledge-intensive firms: Evidence from the Italian case. *Small Business Economics*, 43(2), 261-287.
- Bonzanini, D., Giudici, G. & Patrucco, A. (2016). The Crowdfunding of Renewable Energy Projects, in: *Handbook of Environmental and Sustainable Finance*, 429-444.
- Butticè V., Guerini, M. (2020). Who (Can) Tap the Crowd: On The characteristics of Start-Ups Accessing Equity Crowdfunding in Italy. Working Paper
- Butticè, V., Colombo, M. G., & Wright, M. (2017). Serial crowdfunding, social capital, and project success. *Entrepreneurship Theory and Practice*, 41(2), 183-207.
- Butticè V., Croce A. & Ughetto E., (2021). Network dynamics in business angel group investment decisions, *Journal of Corporate Finance*, forthcoming.
- Butticè, V., Di Pietro, F., & Tenca, F. (2020). Is equity crowdfunding always good? Deal structure and the attraction of venture capital investors. *Journal of Corporate Finance*, 65, 101773.
- Colombo, M. G., Cumming, D. J., & Vismara, S. (2016). Governmental venture capital for innovative young firms. *The Journal of Technology Transfer*, 41(1), 10-24.
- Colombo, M.G., D'Adda, D., & Quas, A. (2019). The geography of venture capital and entrepreneurial ventures' demand for external equity, *Research Policy*, 2019, 48(5), pp. 1150-1170.
- Colombo, M. G., Franzoni, C., & Rossi-Lamastra, C. (2015). Internal social capital and the attraction of early contributions in crowdfunding. *Entrepreneurship theory and practice*, 39(1), 75-100.
- Colombo, M. G., & Murtinu, S. (2017). Venture capital investments in Europe and portfolio firms' economic performance: Independent versus corporate investors. *Journal of Economics & Management Strategy*, 26(1), 35-66.
- Colombo, M. G., & Piva, E. (2020). Start-ups launched by recent STEM university graduates: The impact of university education on entrepreneurial entry. *Research Policy*, 49(6), 103993.
- Colombo, M. G., Piva, E., & Rentocchini, F. (2012). The effects of incubation on academic and non-academic high-tech start-ups: evidence from Italy. *Economics of Innovation and New Technology*, 21(5-6), 505-527.
- Colombo, M. G., & Shafi, K. (2019). Receiving external equity following successfully crowdfunded technological projects: an informational mechanism. *Small Business Economics*, 1-23.
- Croce, A., Cowling, M. & Ughetto, E. (2019). Investment motivations and UK business angels' appetite for risk taking: the moderating role of experience. *British Journal of Management*, 31 (4), 728-751.
- Croce, A., Guerini, M., & Ughetto E. (2018). Angel financing and the performance of high-tech start-ups, *Journal of Small Business Management*, 56(2), 208-228.



- Croce, A., Martí, J., & Murtinu, S. (2013). The impact of venture capital on the productivity growth of European entrepreneurial firms: 'Screening' or 'value added' effect?. *Journal of Business Venturing*, 28(4), 489-510.
- Croce, A., Tenca, F. & Ughetto, E. (2017). How business angel groups work: rejection criteria in investment evaluation", *International Small Business Journal*, 35 (4), 405-426.
- Croce A., Tenca F., Ughetto E. (2018), Business angels research in entrepreneurial finance: a literature review and a research agenda, *Journal of Economic Surveys*, 32 (5), 1384–1413.
- Croce, A. Ughetto, E., Bonini, S. & Capizzi, V. (2021). Gazelles, ponies, and the impact of business angels' characteristics on firm growth. *Journal of Small Business Management*, forthcoming
- Dushnitsky, G., Guerini, M., Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2016). Crowdfunding in Europe: Determinants of platform creation across countries. *California Management Review*, 58(2), 44-71.
- Dushnitsky, G., Piva, E., & Rossi-Lamastra, C. (2020). Investigating the mix of strategic choices and performance of transaction platforms: Evidence from the crowdfunding setting. *Strategic Management Journal*.
- Ghio, N., Guerini, M., & Rossi-Lamastra, C. (2016). University knowledge and the creation of innovative start-ups: An analysis of the Italian case. *Small Business Economics*, 47(2), 293-311.
- Ghio, N., Guerini, M. & Rossi-Lamastra, C. (2019). The creation of high-tech ventures in entrepreneurial ecosystems: exploring the interactions among university knowledge, cooperative banks, and individual attitudes. *Small Business Economics*, 52(2), 523-543.
- Giraud E., Giudici G. & Grilli L. (2019). Entrepreneurship policy and the financing of young innovative companies: Evidence from the Italian Startup Act. *Research Policy*, 48(9), 103801.
- Giudici, G., Guerini, M. & Rossi Lamastra, C. (2013). Crowdfunding in Italy: State of the art and future prospects, *Economia e Politica Industriale*, 40(4), 173-188.
- Giudici, G., Guerini, M. & Rossi Lamastra, C. (2018). Reward-based crowdfunding of entrepreneurial projects: the effect of local altruism and localized social capital on proponents' success, *Small Business Economics* 50(2), 307-324.
- Giudici, G.; Guerini, M. & Rossi Lamastra, C. (2019). The creation of cleantech startups at the local level: the role of knowledge availability and environmental awareness, *Small Business Economics*, 52(4), 815-830.
- Giudici, G.; Guerini, M. & Rossi Lamastra, C. (2020). Elective affinities: exploring the matching between entrepreneurs and investors in equity crowdfunding. *Baltic Journal of Management*, 15(2), 183-198.
- Giudici, G., Rossi Lamastra, C. (2018). Crowdfunding of SMEs and startups: When open investing follows open innovation, Book chapter: Researching Open Innovation In SMEs, 377-396.
- Guerini, M., & Quas, A. (2016). Governmental venture capital in Europe: Screening and certification. *Journal of Business Venturing*, 31(2), 175-195.
- Guerini, M., Piva, E. & Rossi-Lamastra, C. (2021). The impact of COVID-19 pandemic on new firm creation: An analysis of the Italian case. Working paper.
- Piva, E., Rossi-Lamastra, C. (2018). Human capital signals and entrepreneurs' success in equity crowdfunding. *Small Business Economics*, 51(3), 667-686.



POLITECNICO
MILANO 1863

- 3° Quaderno di Ricerca – La Finanza Alternativa per le PMI in Italia
- Quinto Report crowdfunding 2020
- 6° Report italiano sui Minibond
- Le strategie di comunicazione delle mid & small cap quotate su Borsa Italiana in ambito ESG: un'analisi di benchmarking
- Quaderno Intermonte n. 4 – Economia reale e Private Banking: una analisi dell'impatto del settore sul Paese