

KFIELD COMUNICAZIONE (Varese) - MERIAN RESEARCH (Berlino)

Minibond, crowdfunding, critpovalute e token digitali

Analisi sui principali canali di finanza alternativa per le piccole e medie imprese

SINTESI DEL RAPPORTO

INTRODUZIONE

I canali di finanza alternativa per le piccole e medie imprese

Sono cinque attualmente i canali specifici alternativi a quelli del credito bancario sui quali è possibile organizzare la raccolta di risorse finanziarie per le Pmi italiane: 1) minibond; 2) crowdfunding; 3) direct lending; 4) Initial Coin Offering (Ico) e token offering; 5) private equity e venture capital.

Minibond

Sono gli strumenti che consentono alle piccole e medie imprese di ottenere finanziamenti sul mercato collocando titoli di debito, come obbligazioni e cambiali finanziarie. In Italia il settore ha ricevuto uno slancio dopo le innovazioni normative introdotte nel 2013 dal Decreto Sviluppo e da allora, grazie anche agli interventi dei decreti successivi, vive un trend di crescita.

Crowdfunding

Consiste nella raccolta del capitale sugli appositi portali Internet nelle varie forme ammesse (*reward, lending, equity*). Inizialmente riservato alle startup e alle imprese innovative, questo canale è stato successivamente esteso a tutte le Pmi. In futuro un'ulteriore spinta al comparto potrebbe arrivare dalle società immobiliari e dalle Pmi mature. Scarso, per ora il contributo dei risparmiatori: ad oggi gli italiani che hanno sottoscritto una campagna di *equity crowdfunding* sono appena lo 0,1% della popolazione. Il mercato include anche il cosiddetto *reward-based crowdfunding*, caratterizzato da campagne di piccolo importo che imprese italiane in fase di avvio hanno condotto per raccogliere denaro offrendo in cambio prodotti e ricompense non monetarie.

Direct lending e private debt

Il *direct lending* consiste nel credito fornito da soggetti non bancari attraverso prestiti diretti e

rappresenta attualmente il segmento meno sviluppato. Possiamo stimare che al momento le Pmi italiane che hanno ottenuto un prestito diretto da fondi specializzati siano poche unità; l'importo totale ammonta a circa 20 milioni di euro. In Europa il settore è in crescita (472 operazioni nel 2019, il 10% in più a 12 mesi) grazie soprattutto alle iniziative di *Leveraged BuyOut* (Lbo) che rappresentano circa il 65% del mercato

Il settore del *private debt* include quegli strumenti - tra cui obbligazioni, cambiali finanziarie, altre tipologie di titoli di debito oltre ai finanziamenti – che sono collocati sotto forma di trattativa privata. Nel 2019, secondo le ultime statistiche di Aifi, attraverso questo sistema sono stati raccolti sul mercato italiano 385 milioni di euro (-24% rispetto al 2018). In crescita, invece, gli investimenti nel comparto: 1,31 miliardi lo scorso anno (+28% sul 2018).

Initial coin offering (Ico) e/o token offering

Sono le operazioni che consentono la raccolta di risorse finanziarie attraverso il collocamento di *token* digitali su Internet grazie alle tecnologie *blockchain* basate su *distributed ledger technology* (Dlt), la tecnologia informatica dei libri mastri distribuiti. Trainato dal crescente interesse sviluppatosi attorno alle criptovalute e alla tecnologia *blockchain*, questo mercato opera attraverso le emissioni ex novo (le *Initial Coin Offering* o Ico) di token digitali, la cui sottoscrizione da parte degli investitori consente di accedere a prodotti e servizi e, a volte, di partecipare attivamente al progetto imprenditoriale. È opportuno ricordare che il *blockchain* si basa sulla decentralizzazione della fiducia e utilizza il consenso degli utenti sulla rete come strumento di validazione escludendo quindi gli intermediari tradizionali (dai *broker* ai *dealer* fino alle banche centrali).

Private equity e venture capital

Sono i classici canali di raccolta di capitali di rischio forniti da investitori professionali, per molti anni unico strumento di finanza alternativa a disposizione delle Pmi in Italia.

L'obiettivo degli investitori che operano in questo comparto è quello di sottoscrivere capitale di rischio di imprese non quotate per contribuire attivamente alla loro crescita realizzando quindi una plusvalenza al momento dell'*exit* (ovvero la dismissione della partecipazione con la cessione a terzi o con la quotazione in borsa). Benché attivo da tempo, il mercato italiano del *private equity* e del *venture capital* è ancora sottodimensionato rispetto a quello di altri Paesi come Regno Unito,

Germania e Francia. Secondo le ultime statistiche di Aifi, la raccolta sul mercato del *private equity* e *venture capital* in Italia nel 2019 è stata pari a circa 1,57 miliardi (-54% sul 2018). In calo anche gli investimenti (7,22 miliardi, -26% rispetto all'anno precedente).

SEZIONE 1

I minibond e le obbligazioni verdi, sociali e sostenibili

Minibond - Caratteristiche generali

I minibond sono titoli obbligazionari (di qualsiasi scadenza) e cambiali finanziarie (con scadenza fino a 36 mesi). Oggetto negli ultimi anni di numerosi interventi normativi (dal Decreto Sviluppo 2012 ai successivi Destinazione Italia del 2013 e Decreto Competitività del 2014 fino alla Legge di Bilancio 2019 e alla sua omologa del 2020), questi strumenti consentono alle piccole e medie imprese di raccogliere finanziamenti direttamente sul mercato. Ovvero, senza passare dalle banche.

Il processo di emissione di un minibond parte dalla definizione di un *business plan* che evidenzia le motivazioni alla base della necessità di raccolta di capitale e stima la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa sufficienti per coprire il pagamento delle cedole dovute e il rimborso del capitale. L'operazione si svolge con l'ausilio consulenti esterni, così come accade con la certificazione del bilancio. Altri soggetti, come banche e operatori specializzati, potranno essere incaricati di cercare potenziali investitori e, una volta realizzato il collocamento, di gestire i pagamenti ai sottoscrittori dei minibond. I titoli, volendo, possono essere quotati su un mercato borsistico che in Italia è rappresentato dal segmento ExtraMot Pro di Borsa Italiana, aperto a investitori istituzionali, dove al 31 dicembre 2019, erano presenti 161 minibond per un valore nominale di 4,45 miliardi. Dal 2019 è possibile collocare i titoli anche sui portali di *equity crowdfunding*.

Minibond – Il mercato italiano ed europeo

Dall'avvio di questo mercato, segnala l'Osservatorio del Politecnico di Milano, sono 536 le imprese italiane (di cui 314 Pmi) che ad oggi (dati aggiornati a fine 2019) hanno fatto ricorso ai minibond. Le emissioni fin qui realizzate sono state 801 con 5,5 miliardi di euro di raccolta totale (di cui quasi 2 miliardi da parte delle Pmi). Nel solo 2019 si sono mossi 1,18 miliardi (+21,4% sul 2018) attraverso 207 emissioni (+24,7%) grazie soprattutto alle operazioni delle grandi imprese. Le Pmi sono invece in controtendenza; tra il 2018 e il 2019, infatti, la raccolta annuale realizzata da queste ultime è scesa da 379 a 344 milioni di euro. Per il 2020 le aspettative sul mercato sono ottimistiche e si stima un ulteriore aumento delle emissioni e del flusso di raccolta. Il comparto, in ogni caso, resta molto variegato: titoli a lunga scadenza si affiancano a bond con *maturity* a breve termine. Poco meno della metà dei minibond (47%) è quotato in borsa; circa un quarto dei titoli (26%) ha ottenuto un giudizio di rating.

Molti Paesi europei hanno istituito sezioni di mercato dedicate ai titoli emessi dalle Pmi. La Borsa di Londra gestisce una piattaforma di negoziazione per le obbligazioni destinate a un pubblico *retail* (*Order book for Retail Bonds, Orb*). In Germania esistono listini riservati ai titoli di debito delle Pmi (*Mittelstand*) nelle diverse piazze finanziarie. In Francia i mercati borsistici dedicati alle emissioni obbligazionarie delle Pmi sono tre: Euronext, Euronext Growth ed Euronext Access. In Spagna esiste dal 2013 uno specifico mercato non regolamentato noto come Mercado Alternativo de Renta Fija (Marf) e gestito dalla società Bolsa y Mercados Españoles. In Norvegia un listino *ad hoc* (Nordic Abm) è stato istituito già nel 2005. In Polonia, infine, esiste un segmento specifico non regolamentato del mercato obbligazionario Catalyst gestito dalla Borsa di Varsavia (Wse).

Minibond – Perché collocarli?

Le motivazioni che inducono le Pmi ad emettere minibond sono essenzialmente quattro. Può esserci innanzitutto la necessità di espandere la finanza interna (motivazione 1) presentandosi al mercato; tale iniziativa può costituire una necessaria prova generale (2) in vista di possibili operazioni successive, come il ricorso al private equity e/o alla quotazione in Borsa. L'emissione, inoltre, può essere realizzata con l'obiettivo di garantire una disponibilità di risorse finanziarie di medio/lungo periodo (3), cosa che non avviene con il credito bancario. Infine si può pensare di collocare un minibond per differenziare i canali di finanziamento (4) così da non dipendere eccessivamente dalle banche. Non è detto, in ogni caso, che i minibond rappresentino necessariamente un'alternativa

meno costosa rispetto al credito bancario.

Obbligazioni verdi, sociali e sostenibili - Caratteristiche generali

La grande categoria delle obbligazioni verdi, sociali e sostenibili comprende i bond emessi con l'obiettivo di finanziare progetti individuati nel settore dell'ecologia, del clima, del progresso sociale e dell'aumento della sostenibilità dell'economia. Questi titoli sono regolati da principi o linee guida di categoria ai quali l'adesione è volontaria. Per tutti questi strumenti finanziari valgono le norme generali previste dalla legge, dal Codice Civile, dai regolamenti della Consob e, se quotati, dalle norme di Borsa Italiana. All'interno della categoria di cui sopra si distinguono diversi strumenti.

- *Green bond* o obbligazioni verdi, collocati per finanziare progetti con un impatto positivo sull'ambiente e in linea con le quattro componenti fondamentali dei cosiddetti Green bond principles elaborati dall'International Capital Markets Association.
- *Climate bond* che perseguono benefici climatici finanziando progetti predefiniti.
- *Obbligazioni sostenibili (Sustainability linked bond)* legati al raggiungimento di obiettivi predefiniti di sostenibilità in campo ambientale, sociale e di governance.
- *Social bond* finalizzati al finanziamento di iniziative a elevato interesse sociale.
- *Social impact bond* realizzati da partenariati pubblico-privati la cui remunerazione sul capitale investito è condizionata al raggiungimento di un determinato risultato sociale.
- *Esg bond* ovvero obbligazioni ambientali, sociali e di *governance* che integrano criteri relativi alla gestione aziendale e possono fare riferimento alle caratteristiche di sostenibilità dell'emittente o a un uso specifico dei proventi.
- *Project bond* ovvero obbligazioni legate a un progetto infrastrutturale o di pubblica utilità il cui rimborso è legato al volume finanziario che il progetto stesso riesce a generare.

Obbligazioni verdi, sociali e sostenibili - Differenze, linee guida e controversie

Tutti questi strumenti si caratterizzano per il rispetto di una serie di criteri che contribuiscono attivamente alla loro stessa definizione¹. I *Green Bond Principles (GBPs)*, in particolare, forniscono

¹ Si veda <https://www.icmagroup.org/green-social-and-sustainabilitybonds/resource-centre/>

indicazioni in merito a quattro componenti principali: utilizzo dei proventi, valutazione e selezione del progetto, gestione dei proventi, trasparenza nel reporting. Le principali linee guida riconosciute a livello internazionale, tuttavia, non sono giuridicamente vincolanti. Il mancato rispetto delle indicazioni fornite dall'ICMA che oltre ai GBPs includono anche i *Social Bond Principles* (SBPs) e le *Sustainability Bond Guidelines* (SBGs), quindi, non fa venir meno la validità del titolo ovvero del “contratto” tra il suo emittente e l'investitore.

Il dibattito sulla corretta definizione di questi strumenti finanziari è in costante divenire. E le polemiche ovviamente non mancano. Alcuni prodotti finanziari definiti *verdi* dai loro emittenti sono oggetto di critiche per l'esistenza di alcuni aspetti controversi dovuti tanto alle caratteristiche dei prodotti stessi (che talvolta finanziano progetti di efficienza energetica collegati a fonti fossili) quanto a quelle degli stessi collocatori (anche le imprese del settore oil & gas possono emettere green bond pur senza abbandonare il proprio *core business*). Non mancano, in alcuni casi, vere e proprie accuse di *greenwashing*², un fenomeno che potrebbe essere in parte favorito da uno sviluppo incontrollato e non sufficientemente regolamentato dello stesso comparto della finanza verde.

SEZIONE 2

Crowdfunding, real estate crowdfunding e social lending

Crowdfunding – Quadro normativo e caratteristiche

Introdotta in Italia dal Decreto legge 179 del 18 ottobre 2012, “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”, l'opzione del *crowdfunding* è stata stesa alle Pmi dal Decreto legge 50 del 24 aprile 2017 e dalle successive delibere della Consob in materia di Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online (sui quali, come si diceva, è possibile collocare anche i minibond). La normativa attuale consente inoltre alle società emittenti di lanciare campagne di *equity crowdfunding* preludio a una successiva quotazione in borsa e alle società di investimento

² L'espressione *greenwashing* indica quella strategia ingannevole di comunicazione pensata per costruire una buona reputazione ambientale dell'impresa non sostenuta tuttavia da risultati convincenti nell'ambito del miglioramento dei processi produttivi o dei prodotti realizzati.

immobiliare (*real estate crowdfunding*) di promuovere sottoscrizioni anche per i piccoli risparmiatori sugli stessi portali. La legge regola anche il mercato del *social lending crowdfunding*, noto più spesso come *social lending*, che consiste in un investimento attraverso la sottoscrizione di un prestito che dovrà essere rimborsato con un interesse. La gestione delle piattaforme è affidata agli istituti di pagamento, agli intermediari finanziari e alle banche.

Il mercato del crowdfunding in Italia

Quello del crowdfunding italiano è un comparto in forte ascesa ma con numeri ancora ridotti se confrontati con il settore globale nel suo complesso. Secondo i dati diffusi dalla *School of Management* del Politecnico di Milano, tra il 2018 e il 2019 le operazioni di investimento nel settore sono raddoppiate: al 30 giugno 2019 l'*equity crowdfunding* ha superato gli 82 milioni di euro di raccolta e il *lending crowdfunding* ha raggiunto quota 435 milioni. Il *real estate crowdfunding* italiano registra appena 15,6 milioni di euro raccolti tra il luglio 2018 e il giugno 2019. All'estero il settore valeva già 3,5 miliardi di dollari nel 2016 e, si dice, potrebbe raggiungere quota 300 miliardi nel 2025. Le campagne di crowdfunding in Italia sono realizzate tipicamente da startup innovative (nel 72% dei casi nell'ultimo anno). Le piattaforme più usate sono Mamacrowd (che al 30 giugno 2019 sfiorava i 22 milioni di euro di raccolta), seguita da CrowdFundMe (quasi 15 milioni) e Walliance (11,1 milioni). Tra i casi aziendali di successo rientra Winelivery, una piattaforma di *e-commerce* dedicata al vino che ha già chiuso con successo tre campagne di finanziamento in tre anni su CrowdFundMe per circa 1,8 milioni di euro.

Real estate crowdfunding

Tra le possibili applicazioni del *crowdfunding* spicca quella rivolta al settore immobiliare (*real estate crowdfunding*). Si tratta, in estrema sintesi, di un sistema di raccolta che permette a un certo numero di investitori di partecipare al finanziamento di un progetto residenziale o commerciale ottenendo in cambio una remunerazione del capitale.

I canali di funzionamento sono tipicamente l'*equity crowdfunding* e il *social lending*. Nell'*equity crowdfunding* si comprano le quote della società in cui si investe mentre nel *lending crowdfunding* l'investitore diventa titolare di un diritto di credito. In generale il sistema consente anche ai piccoli investitori di entrare in un progetto che in circostanze normali sarebbe riservato soltanto a coloro

che dispongono di ingenti capitali (lo stesso principio si applica anche agli investimenti collettivi dal basso nel *real estate* realizzati attraverso le criptovalute).

Un caso interesse di *crowdfunding* immobiliare è dato dall'italiana Walliance (nata nel 2017), una piattaforma per la raccolta di capitale destinato a finanziare l'innovazione degli immobili con un orientamento per la sostenibilità ambientale. La somma minima che si può investire ammonta a soli 500 euro. Tra i progetti chiusi con successo su Walliance si ricordano il complesso residenziale di via Barbacorvi a Trento, la realizzazione della comunità artistica di Wynwood a Miami, il resort Baia Blu a Jesolo, Palazzo Cavour a Firenze (convertito da scuola a edificio residenziale) e i progetti Investi con Me by Giuseppe Gatti a Milano, Torino, Roma, Bologna, Genova e Venezia.

Tra gli esempi più rilevanti in ambito *lending* si segnala Housers, una società fondata in Spagna nel 2015. La sua piattaforma, attiva anche in Italia, consente di partecipare a un investimento con una quota di ingresso minima di soli 50 euro. Si può operare concedendo prestiti a lungo termine (da 5 a 10 anni con interessi mensili) su progetti immobiliari con rendimenti basati sugli affitti e sulla vendita dell'immobile. Oppure investendo nella ristrutturazione o nella costruzione di immobili per la vendita. Infine si può partecipare concedendo prestiti a tasso fisso a medio termine (1-3 anni) concessi a società di sviluppo immobiliare per la realizzazione di nuove costruzioni.

Vantaggi e svantaggi del crowdfunding

Il *crowdfunding* possiede una serie di caratteristiche principali che lo differenziano dagli altri tipi di finanziamento: flessibilità, coinvolgimento delle comunità, varietà delle sue forme e democratizzazione della finanza. Un aspetto particolarmente significativo, quest'ultimo, dato dalla capacità di rappresentare una valida alternativa alle altre modalità di raccolta fondi che spesso sono precluse a chi (sia aziende che privati) non possiede documentazioni pregresse in materia di prestiti o di attività imprenditoriali. Il *crowdfunding*, insomma, consente di raggiungere una platea di investitori molto ampia senza però avere l'obbligo di sottoporsi ai tipici vincoli burocratici associati a una quotazione in borsa.

Come tutte le forme di finanziamento dal basso, questo modello consente di raccogliere capitali online da una moltitudine di persone. In questo modo il rischio di impresa viene ripartito tra più investitori. Una campagna di *equity crowdfunding* di successo, infine, può rappresentare il trampolino di lancio per l'ingresso nei mercati regolamentati. A tutto questo si aggiungono alcuni vantaggi specifici. Tra questi spiccano le opportunità riservate alle Onlus che sulle piattaforme di

raccolta possono ottenere erogazioni di denaro deducibili e non imponibili ai fini delle imposte dirette. Anche caso del *social lending* si segnalano alcuni vantaggi peculiari tra cui l'aumento delle possibilità di accesso al credito *tout court* rispetto a quelle garantite dal ricorso al canale bancario tradizionale oltre a un rischio sottostante più basso rispetto all'*equity crowdfunding* (cui fanno però da contraltare rendimenti minori).

Al tempo stesso esistono alcuni svantaggi. Le campagne di crowdfunding, ad esempio, possono non andare a buon fine generando una ricaduta reputazionale. Non mancano inoltre i rischi sul controllo della proprietà intellettuale del progetto (difficile da preservare quando le caratteristiche di quest'ultimo sono diffuse nella rete) senza contare l'elevato costo del capitale (dovuto, in genere, a un costo di raccolta che oscilla tra il 4% ed il 10% e da tutta una serie di ulteriori costi). Nel caso specifico del *social lending*, infine, si segnala in particolare la mancanza di garanzie a difesa del possibile fallimento del debitore.

SEZIONE 3

Le criptovalute e i cryptoasset

Criptovalute – Mercato e caratteristiche generali

Secondo le stime le criptovalute attualmente in circolazione sarebbero più di 5.000, trattate su oltre 20 mila sistemi di scambio diversi. Il controvalore complessivo del mercato ammonta a circa 300 miliardi di dollari. Progettato nel 2008, il Bitcoin (Btc) è la criptovaluta digitale più antica e diffusa (cattura da sola il 63% della capitalizzazione del mercato cripto). Tra le altre monete digitali più note – spesso definite *altcoin* o *alternative coin* – si segnalano Ethereum (Eth) Ripple (Xrp), Litecoin (Ltc), Stellar (Xlm), Cardano (Ada) e Iota (Miota). Le quotazioni vengono aggiornate

costantemente su alcuni portali specializzati come Coinmarketcap.com, Markets.bitcoin.com e altri. Le criptovalute possono essere generate attraverso l'attività di *mining*, ovvero la risoluzione di un calcolo matematico che è affidato al computer ma che richiede, per via della sua complessità e del dispendio energetico, l'impegno congiunto di molti utenti in rete. Oppure possono essere acquistate sul mercato utilizzando valuta a corso legale. A quel punto le criptovalute vengono usate per acquistare beni e servizi dai fornitori di questi ultimi che accettano le monete digitali come strumento di pagamento. Oppure possono essere rivendute sul mercato. Le transazioni di questo tipo possono avere natura speculativa anche e soprattutto a fronte dell'elevata volatilità di prezzo delle criptovalute stesse.

Alla base del sistema c'è la cosiddetta tecnologia *blockchain*, un meccanismo digitale che utilizza un metodo di codifica crittografica che assume la forma di una catena di "blocchi di transazioni". Si tratta, in sintesi, di un vero e proprio libro mastro digitale che viene validato attraverso un "meccanismo di consenso", ovvero da un metodo di convalida crittografico specifico e predefinito che garantisce un corretto sequenziamento delle transazioni sulla *blockchain*. Semplificando: i computer si mettono in rete, risolvono il "puzzle crittografico" attraverso il già citato calcolo matematico (*mining*) che determina in questo modo la convalida delle transazioni sulla *blockchain*. Questo sistema, in teoria, potrebbe avere molti campi di applicazione anche nei mercati finanziari tradizionali. Non mancano, da anni, numerosi studi a riguardo.

Altra caratteristica fondamentale del sistema è data dalla disintermediazione: la *blockchain* si basa sulla decentralizzazione della fiducia e utilizza il consenso degli utenti sulla rete come strumento di validazione escludendo quindi gli intermediari tradizionali (dai *broker* ai *dealer* fino alle banche centrali).

L'introduzione di una nuova moneta sul mercato può avvenire con la distribuzione gratuita di una certa quantità di esemplari agli iscritti di un programma specifico (come nel caso della criptovaluta Stellar) o, più spesso, con una Ico, *Initial Coin Offering*, un'operazione di collocamento che ricorda l'offerta pubblica iniziale dei titoli di un'azienda che esordisce in borsa. La *crowdsale* è invece una forma di crowdfunding per sostenere un progetto sulla falsariga della tradizionale raccolta di capitali promossa dalle startup.

Criptovalute - La regolamentazione

La regolamentazione della criptovalute è ancora alle fasi iniziali. I soggetti che si sono

maggiormente impegnati in tal senso – come Bce, Fmi, Bis (Banca dei Regolamenti Internazionali, Eba, Esma World Bank – fanno tuttora i conti con l’assenza di una definizione generalmente accettata di questa *asset class*. Tirando le somme, in ogni caso, è possibile affermare che le criptovalute sono oggi riconosciute come rappresentazioni digitali di valore che intendono costituire un’alternativa *peer-to-peer* (P2P) alle valute a corso legale emesse da Governo o Banche centrali e che, in particolare, sono utilizzate come mezzo di scambio, sono garantite da un meccanismo noto come crittografia e possono essere convertite in valute a corso legale (così come queste ultime possono essere utilizzate per acquistare monete digitali).

A livello internazionale non è stato raggiunto un consenso né sulla natura giuridica delle criptovalute né sulla regolamentazione del settore. Diverse autorità hanno deciso di intervenire sui soggetti che offrono servizi in tale ambito seguendo approcci diversi. Si va dalla “*soft regulation*” per mettere in guardia gli utenti sui rischi di questi strumenti e imporre presidi contro il riciclaggio e il finanziamento di attività criminali, fino agli interventi più decisi che includono l’obbligo di licenza per gli operatori o addirittura la messa al bando di questo mercato.

La Ue ha trattato la questione attraverso le direttive sul tema degli strumenti finanziari (MiFid II) e dell’antiriciclaggio (Aml4 e Aml5). Il tema dovrebbe essere inoltre implicitamente segnato dalla Direttiva sulla moneta elettronica (pensata in realtà per le monete digitali stabili garantite da valuta a corso legale), dalla Direttiva Oicvm 4 sugli organismi di investimento collettivo, dalla Direttiva sui gestori di fondi di investimento alternativi (Gefia) oltre che dalle norme sulla concorrenza, i diritti dei consumatori, la vendita a distanza di servizi finanziari retail e le direttive sull’e-commerce. Nel nostro Paese sono intervenuti sul tema sia la Consob che la Banca d’Italia.

Criptovalute - Le initial coin offering

L’*Initial Coin Offering* o Ico è la modalità di raccolta attraverso la *blockchain* di capitale utilizzabile per contribuire alla realizzazione di un dato progetto. Nelle Ico – denominate anche *Initial Token Offering* oppure *Token Sale* – le imprese propongono un progetto al pubblico emettendo i loro *token* digitali, ovvero le unità di criptovaluta. È un procedimento che ricorda quella della Ipo condotta da una società che si quota in borsa con, in questo caso. Tra una Ico e una Ipo, tuttavia, sussistono notevoli differenze concettuali: al contrario di ciò che avviene con le azioni, ad esempio, l’acquisto dei *token* non si traduce generalmente nell’acquisizione di una quota di proprietà dell’azienda emittente.

Tra i principali punti di forza delle Ico si segnalano: la capacità di creare opportunità di sviluppo di progetti innovativi (1); la scarsa presenza di adempimenti burocratici (2); la costruzione di una *community* utile per una comunicazione chiara e diretta con gli investitori (3); l'alta accessibilità dell'investimento per il quale spesso è richiesta una cifra di ingresso molto bassa (4). Gli svantaggi riguardano prevalentemente l'elevata percentuale di truffe (1), il carattere fortemente speculativo (ovvero rischioso) dell'investimento (2); la frequenza di problemi tecnici che rischia di bloccare materialmente il flusso delle transazioni (3); l'assenza di una regolamentazione (4).

Criptovalute - Le Ico nel mercato immobiliare

La tecnologia *blockchain* e le Ico stanno offrendo numerose opportunità in svariati ambiti economici, incluso il *real estate*. La *blockchain*, ad esempio, può fungere da database universale contenente tutti i documenti e le informazioni relative a un immobile. Ma l'applicazione più interessante è quella che riguarda la cosiddetta tokenizzazione che mira a parcellizzare un immobile in tante singole unità o *token* vendibili separatamente sul mercato. Tra i casi più interessanti si segnala Atlant, una piattaforma russa che ha condotto la sua Ico nel Regno Unito. Parcellizzando l'asset immobiliare, che viene affidato a una società di gestione, Atlant offre una possibilità di investimento anche ai piccoli risparmiatori che in circostanze normali non potrebbero permettersi di acquistare un intero immobile. I *token*, ovvero le quote di proprietà, possono essere acquistati e rivenduti. I profitti derivanti dalla locazione dell'immobile vengono distribuiti proporzionalmente ai sottoscrittori dei *property token*. Questo servizio di locazione P2P consente di abbassare i costi di transazione escludendo, ad esempio, intermediari come Airbnb, Booking ed Expedia che praticano abitualmente una commissione che oscilla dal 15% al 30%.

Oltre ad Atlant esistono anche altre piattaforme sviluppate tramite *blockchain* che operano nel settore immobiliare. Tra le più famose si segnalano Brickblock, Propy, Rex, Proof, Relest. In Italia piattaforme come Trusters e Italy-Crowd hanno iniziato ad utilizzare la *blockchain* nel *real estate crowdfunding*. Investire SpA, Realhouse Srl e Immobiliare Casati Srl hanno invece realizzato una *Security Token Offering* per la tokenizzazione di un credito inesigibile (*non performing loan*, Npl) di UniCredit.

Gli impieghi della blockchain e delle criptovalute nel settore dell'energia

Moltissime sono le applicazioni della tecnologia *blockchain* nel settore dell'energia. La ricerca "Blockchain technology in the energy sector: A systematic review of challenges and opportunities"³, pubblicata nel febbraio 2019, esamina in particolare 140 progetti nel settore offrendo un'ampia panoramica globale. Si va dalle applicazioni di trading emergenti *peer to peer* (P2P) di energia all'*Internet of Things* (IoT), dai mercati decentralizzati alle batterie per veicoli elettrici. In generale queste iniziative possono incentivare la partecipazione dei consumatori finali, ridurre i costi e promuovere un consumo di energia più razionale e orientato alle rinnovabili. Le *blockchain*, in generale, hanno abilitato le applicazioni della *sharing economy* nel settore spingendo diversi autori a parlare di nuovi modelli di mercato e di democratizzazione energetica.

La statunitense Brooklyn MicroGrid si occupa di commercio di energia P2P tra i membri della comunità consentendo agli utenti di vendere le loro eccedenze energetiche direttamente ai vicini di casa usando contratti intelligenti basati su Ethereum e consenso Pbf. Proprio il commercio di energia decentralizzato (anche all'ingrosso) rappresenta oggi il settore capace di ispirare il maggior numero di progetti. Altre iniziative offrono l'opportunità di fatturazione automatizzata nei servizi energetici per i consumatori e i generatori distribuiti riducendo i costi amministrativi. E non è tutto. Nel 2014 l'azienda SolarChange ha lanciato la criptovaluta SolarCoin, ufficialmente riconosciuta dall'*International Renewable Energy Agency* (Irena). Un SolarCoin è concesso per ogni MWh di energia solare generata dagli utenti del servizio. Le tecnologie *blockchain* possono essere applicate anche al mercato dei certificati delle rinnovabili o delle emissioni di carbonio⁴. In Germania, Dajie offre una soluzione software installata nei dispositivi Internet of Things: l'energia generata dai consumatori/produttori crea monete – una per ogni kWh generato - che possono essere utilizzate per richiedere crediti di carbonio, pagare per servizi energetici o per facilitare il commercio di energia P2P. Infine la mobilità elettrica: grazie al *blockchain*, si può ottenere una maggiore trasparenza nelle cariche energetiche. La startup svizzera Share & Charge, ad esempio, consente transazioni *peer to peer* tra conducenti di veicoli elettrici e proprietari di infrastrutture di ricarica.

Le greencoin

³ Si veda <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1364032118307184>

⁴ Si veda lo schema del cap and trade introdotto già nel 1997 dal Protocollo di Kyoto.

Il processo di creazione delle maggiori criptovalute – come Bitcoin ed Ethereum ad esempio – richiede notoriamente un enorme dispendio di energia⁵. Tale caratteristica ha ovviamente un impatto molto negativo in campo ambientale nonché sui costi di gestione della rete. Col tempo, le criptovalute che sfuggivano a questa regola sono state definite *greencoin*.

Queste valute digitali verdi rientravano inizialmente in due categorie: quelle prodotte utilizzando energia derivante da fonti pulite e quelle che si basano su blockchain ad alta efficienza energetica. Nel primo gruppo rientra ad esempio l'esperienza dell'islandese Genesis Mining che consente di creare (*mining*, appunto) Bitcoin ed Ethereum nel *cloud*. L'azienda utilizza il 100% di energia rinnovabile ed è tra i più grandi minatori del mondo. Nel secondo gruppo si trovano le criptovalute che utilizzano un diverso algoritmo di consenso (ovvero di validazione, il fenomeno generato dal *mining* che si verifica ogni volta che viene aggiunto un nuovo blocco alla *blockchain*) noto come *Proof of Stake* (PoS) e basato su incentivi di mercato. Nel sistema utilizzato abitualmente nel mining della criptovalute, il cosiddetto *Proof of Work*, i minatori competono tra loro per stabilire chi può risolvere i problemi più velocemente in cambio di una ricompensa, assorbendo una grande quantità di energia. Invece nei sistemi *Proof of Stake*, i validatori sono scelti da un algoritmo che tiene conto del loro “interesse” (*stake*, appunto). La rimozione dell'elemento di concorrenza consente di risparmiare energia.

Negli ultimi anni gli osservatori hanno iniziato a definire come *greencoin* anche quelle valute digitali progettate per rispondere a specifici problemi energetici o ambientali. Tra questi si ricorda Gnc la cui piattaforma veniva definita come “il principale mercato decentralizzato in tutto il mondo sul quale gli acquirenti potranno acquistare prodotti o servizi verdi direttamente dal produttore, sfruttando costi bassi e diretti”. Questa criptovaluta, sviluppata dalla californiana My Green World Corp, doveva essere “un metodo per realizzare programmi di *reward* (premio) dei clienti”. Quotata sull'exchange Crex24 la valuta ha abbandonato la piattaforma il 12 marzo 2020 per problemi di liquidità. Ancora attiva – ma non si conoscono molti dettagli – è invece Amacoin, lanciata dalla brasiliana Ebcf per garantire l'acquisizione diffusa di lotti di foreste native trasformandoli in “Unità di conservazione” e preveservandoli dal disboscamento. Il progetto, che coinvolgerebbe un'area totale di 200 mila ettari, sembra essere entrato in una fase di stallo.

⁵ Si veda Mark Blinder, "Making Cryptocurrency More Environmentally Sustainable", Harvard Business Review, novembre 2018 in <https://hbr.org/2018/11/making-cryptocurrency-more-environmentally-sustainable>