

# RIVISTA BANCARIA

# MINERVA BANCARIA



[www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Maggio-Giugno 2023

3

# RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

## COMITATO SCIENTIFICO (*Editorial board*)

### PRESIDENTE (*Editor*):

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

### MEMBRI DEL COMITATO (*Associate Editors*):

PAOLO ANGELINI, Banca d'Italia	CARMINE DI NOIA, OCSE
ELENA BECCALI, Università Cattolica del S. Cuore	LUCA ENRIQUES, University of Oxford
MASSIMO BELCREDI, Università Cattolica del S. Cuore	GIOVANNI FERRI, LUMSA
EMILIA BONACCORSI DI PATTI, Banca d'Italia	FRANCO FIORELLI, Università degli Studi "Roma Tre" - <i>co Editor</i>
PAOLA BONGINI, Università di Milano Bicocca	GUR HUBERMAN, Columbia University
CONCETTA BRESCIA MORRA, Università degli Studi "Roma Tre"	MARIO LA TORRE, Sapienza - Università di Roma - <i>co Editor</i>
FRANCESCO CANNATA, Banca d'Italia	RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
ALESSANDRO CARRETTA, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"	NADIA LINCiano, CONSOB
ENRICO MARIA CERVELLATI, Link Campus University	PINA MURÈ, Sapienza - Università di Roma
RICCARDO CESARI, Università di Bologna e IVASS	PIERLUIGI MURRO, UNIVERSITÀ LUISS - GUIDO CARLI, ROMA
NICOLA CETORELLI, New York Federal Reserve Bank	FABIO PANETTA, Banca Centrale Europea
SRIS CHATTERJEE, Fordham University	ANDREA POLO, UNIVERSITÀ LUISS - GUIDO CARLI, ROMA
N.K. CHIDAMBARAN, Fordham University	ALBERTO FRANCO POZZOLO, Università degli Studi "Roma Tre"
LAURENT CLERC, Banque de France	ANDREA SIRONI, Università Bocconi
MARIO COMANA, LUISS Guido Carli	MARIO STELLA RICHTER, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
GIANNI DE NICOLÒ, International Monetary Fund	MARTI SUBRAHMANYAM, New York University
RITA D'ECCELESIA, Sapienza - Università di Roma	ALBERTO ZAZZARO, Università degli Studi di Napoli "Federico II"
STEFANO DELL'ATTI, Università degli Studi di Foggia - <i>co Editor</i>	

### Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

GIORGIO DI GIORGIO (*editor in chief*) - Domenico Curcio (*co-editor*)

Alberto Pozzolo (*co-editor*) - Mario Stella Richter (*co-editor*)

### *Direttore Responsabile:* Giovanni Parrillo

*Comitato di Redazione:* Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Paola Fersini, Vincenzo Formisano, Igor Gianfrancesco, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

---

## ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

### SOCI ONORARI

GIUSEPPE DI TARANTO, ANTONIO FAZIO, ANTONIO MARZANO, MARIO SARCINELLI

### PRESIDENTE

CLAUDIO CHIACCHIERINI

### VICE PRESIDENTE

GIOVANNI PARRILLO

### CONSIGLIO

FABRIZIO D'ASCENZO, ANGELO DI GREGORIO, PAOLA LEONE, FRANCESCO MINOTTI,  
PINA MURÈ, FULVIO MILANO, ERCOLE P. PELLICANO', FRANCO VARETTO

In copertina: "Un banchiere e sua moglie" (1514) di Quentin Metsys (Lovanio, 1466 - Anversa, 1530), Museo del Louvre - Parigi.

# RIVISTA BANCARIA MINERVA BANCARIA

ANNO LXXIX (NUOVA SERIE)

MAGGIO-GIUGNO 2023 N. 3

## SOMMARIO

### *Editoriale*

G. DI GIORGIO	Consulenza finanziaria e previdenza integrativa: una proposta di policy.....	3-6
---------------	---	-----

### *Saggi*

M. MODINA D. CURCIO A. V. FORMISANO	Lo stakeholder value banking e l'attività di impiego: un'indagine sul pricing delle banche di credito cooperativo .....	7 - 30
N. DEL SARTO L. GAI F. IELASI	The Fintech revolution: opportunities and challenges for financial intermediaries and regulators .....	31 - 57

### *Rubriche*

In ricordo di Giuseppe Di Taranto ( <i>R. Mascolo</i> ).....	59 - 67
La regolamentazione del settore DeFi ( <i>R. Lener</i> ).....	69 - 79
Open Finance: tendenze e innovazione collaborativa ( <i>L. Fratini Passi</i> ) .....	81 - 89
Prove di collaborazione tra fintech e banche: quali sfide e come superarle? ( <i>M. Buonomo, A. Bo, P. Bossi</i> ).....	91 - 98
Bitcoin e altre valute digitali: una nuova primavera dopo il crypto-winter? ( <i>S. Smeraldi, G. Ripellino</i> ) .....	99 - 108
Alcune osservazioni sul disegno di legge "Competitività del mercato dei capitali" ( <i>R. Lener</i> ).....	109 - 116
Considerazioni sulle modifiche alla disciplina dell'offerta fuori sede contenute nel disegno di legge per la competitività dei capitali ( <i>M. Tofanelli</i> ) .....	117 - 124
Esperimenti di coordinamento tra autorità nell'educazione finanziaria ( <i>P. Gaudenzi, M. Rotili</i> ) .....	125 - 132
Bankpedia: <i>Revenue-based financing</i> ( <i>E. A. Graziano</i> ) .....	133 - 138

### *Recensioni*

Franco Bruni, <i>Oltre le colonne d'Ercole. Ripensare le regole della politica monetaria</i> ( <i>L. Vitali</i> ) .....	139 - 143
--	-----------

## RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.

Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

**Note per i collaboratori:** *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*

*Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione del numero successivo) sul sito della rivista: [www.rivistabancaria.it](http://www.rivistabancaria.it)*

*Gli articoli di norma non dovranno superare le 35 cartelle stampa e dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui **criteri redazionali** si rinvia al sito della Rivista.*

*La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.*

*La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.*

*Gli autori riceveranno in omaggio una copia della Rivista*

*Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: [redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it)*

### Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

---

### Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE    Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma  
[redazione@rivistabancaria.it](mailto:redazione@rivistabancaria.it)

AMMINISTRAZIONE            EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.  
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa  
Massimo, 29 - 00161 - Roma -  
[amministrazione@editriceminervabancaria.it](mailto:amministrazione@editriceminervabancaria.it)

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato

Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria “Francesco Parrillo”

Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di luglio 2023 presso Press Up, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

**BANKPEDIA**  
**IL DIZIONARIO ENCICLOPEDICO ON-LINE**  
**DI BANCA, BORSA E FINANZA\***

VOCI PUBBLICATE

**Revenue-based financing**

di E. Anna Graziano

\* \* \*

**Abstract**

*Il revenue-based financing o royalty-based financing (RBF) è una tipologia di finanziamento rivolta tipicamente alle start-up, in cui gli interessi non vengono pagati su un saldo dovuto, ma sono proporzionali alle entrate dell'azienda nel periodo, senza prevedere quindi pagamenti fissi.*

---

\* Vengono pubblicate sulla Rivista Bancaria - Minerva Bancaria alcune voci del progetto Bankpedia, il Dizionario Enciclopedico on-line di Banca, Borsa e Finanza sponsorizzato dall'Associazione Nazionale per l'Enciclopedia della Banca e della Borsa (ASSONEBB) di Roma. [www.bankpedia.org](http://www.bankpedia.org)

## 1. Revenue-based financing: cos'è e come funziona

Il revenue-based financing (RBF), noto anche come royalty-based financing, è un metodo alternativo di finanziamento rivolto tipicamente alle imprese piccole o in crescita in cui gli investitori immettono capitale in un'impresa in cambio di una percentuale fissa delle entrate lorde correnti, con aumenti e diminuzioni dei pagamenti basati sui ricavi aziendali, generalmente misurati come entrate mensili. Nonostante i flussi dei rimborsi siano variabili nel tempo, il compenso complessivo che riceveranno gli investitori è predeterminato e, in genere, è rappresentato da un multiplo dell'investimento principale, che tipicamente varia da tre a cinque volte l'importo originariamente investito. La durata del prestito varia tra uno e cinque anni, a seconda del modello e delle società finanziate.

Sebbene un'impresa che raccoglie capitali attraverso il revenue-based financing sia tenuta a effettuare pagamenti regolari per rimborsare il capitale agli investitori, questa modalità viene distinta da altre tipologie di finanziamento per una serie di motivi.

Prima di tutto, gli interessi non vengono pagati su un saldo dovuto e non ci sono pagamenti fissi. I pagamenti dovuti all'investitore hanno una relazione direttamente proporzionale al rendimento dell'impresa: se le vendite diminuiscono in un mese, un investitore vedrà ridotto il pagamento delle royalty; allo stesso modo, se le vendite nel mese successivo aumentano, aumenteranno anche i pagamenti all'investitore per quel mese.

L'RBF differisce altresì dal finanziamento azionario in quanto l'investitore non ha la proprietà diretta dell'attività. Questo è il motivo per cui il finanziamento basato sulle revenue è spesso considerato un ibrido tra finanziamento tradizionale e finanziamento azionario.

Il revenue-based financing presenta, invece, molti punti in comune con l'*accounts receivables-based financing*, un tipo di finanziamento delle attività in cui un'azienda utilizza i propri crediti (fatture in sospeso o denaro dovuto dai clienti) per ricevere finanziamenti. La società riceve un importo pari ad un valore ridotto dei

crediti dati in pegno, condizionato anche dalla durata dei crediti.

L'RBF è spesso descritto come una forma ibrida tra un prestito bancario, che in genere richiede garanzie collaterali o attività significative, investimenti basati su capitale di rischio e i business angels, che comportano la vendita di una parte azionaria dell'attività in cambio dell'investimento. A differenza di quest'ultimi, però, nel revenue-based financing gli investitori non assumono alcuna partecipazione di controllo nell'attività finanziata: gli investitori in RBF, infatti, non partecipano al consiglio di amministrazione della società finanziata e non vantano alcun diritto amministrativo e di voto.

I tratti salienti del RBF riguardano:

- l'obiettivo di rimborso fisso, che viene raggiunto in un periodo di diversi anni;
- l'importo di rimborso da 1,5 a 2,5 volte il prestito principale;
- il periodo di rimborso flessibile: il rimborso essendo legato alle entrate, può esaurirsi prima, o se necessario, più tardi;
- il controllo dell'azienda, che non viene perso dagli imprenditori, che utilizzano questo tipo di finanziamento;
- le società di finanziamento, che nel caso basate sull'uso dell'RBF lavorano più a stretto contatto con le startup rispetto alle banche e adottano un approccio più pratico rispetto agli investitori di private equity.

## **2. Storia del revenue-based financing**

Il revenue-based financing è stato a lungo utilizzato nelle industrie energetiche. Alla fine degli anni Ottanta, Arthur Fox ha avviato questo modello di finanziamento nel New England, destinandolo alle imprese in fase di start-up. Vedendo un certo

successo iniziale, nel 1992 ha pensato di avviare un piccolo fondo RBF, che si è rivelato in linea con le aspettative per il settore degli asset alternativi, producendo un tasso di rendimento interno (TIR) superiore al 50%. Nel 2011, ha iniziato a concedere in li-

cenza il suo modello di finanziamento RBF per consentire la formazione di nuovi fondi con la medesima ope-

ratività. La Revenue Capital Association è l'associazione di categoria che rappresenta l'industria RBF.

### **3. Revenue-based financing e revenue bond: le principali differenze**

Sebbene l'RBF e i revenue bond siano forme di finanziamento separate e differenti nei loro dettagli tecnici, il revenue-based financing è simile ai revenue bond nella struttura dei cash-flow: per il finanziamento di alcuni progetti pubblici, solitamente opere infrastrutturali come strade, ponti, impianti di depurazione, invece di utilizzare obbligazioni di tipo tradizionale, viene spesso utilizzata l'emissione di revenue bond. I re-

venue bond, invece vengono emessi per finanziare progetti ben precisi: per questo motivo capitale e interessi vengono garantiti dai progetti stessi, mediante gli introiti generati da utenze, pedaggi, canoni di affitto. Questi progetti, quindi, liquidano le obbligazioni emesse attraverso il reddito garantito e generato dal progetto. Da questa caratteristica deriva appunto il nome di revenue bond.

### **4. Vantaggi del revenue-based financing**

I principali vantaggi rivenienti dall'impiego di RBF anche rispetto a forme di finanziamento come il venture capital riguardano:

- la modalità di rimborso del finanziamento;
- il controllo della start-up.

Sebbene una società che raccoglie

capitali attraverso RBF sia tenuta a effettuare pagamenti regolari agli investitori per ripagare il capitale raccolto, a differenza dei finanziamenti di tipo tradizionale non ci sono pagamenti fissi perché l'interesse non è calcolato su un saldo in sospeso, ma proporzionale alle entrate del periodo. Se un



mele le vendite diminuiscono, l'investitore vede ridotto il pagamento delle royalty. Allo stesso modo, se le vendite aumentano, aumentano anche i pagamenti all'investitore. In base all'obiettivo di rendere l'investimento sostenibile, nella visione di supportare una crescita etica delle aziende, la *revenue sharing percentage*, ovvero la

percentuale di condivisione dei ricavi dell'azienda cliente, non supera mai il 20%.

Per quanto riguarda il controllo della start-up che ricorre all'RBF, questa forma di investimento è preferibile al finanziamento azionario, perché l'investitore non acquisisce la proprietà diretta.

## 5. Dimensione ed esempi di revenue-based financing

Unico esempio di revenue-based financing creata in Italia è la startup Fintech Viceversa, fondata alla fine del 2020. L'azienda adotta un nuovo sistema basato sulla trasparenza e sulla tecnologia per sostenere le aziende nella crescita grazie alla possibilità di accedere a opzioni di capitale libere da vincoli e garanzie personali. In pratica, fornisce capitali alle aziende europee, senza diluizione in equity né debiti a garanzia; la start up investe tra dieci mila e un milione di euro in società digitali che stanno dimostrando potenzialità di crescita.

Esistono invece molti esempi sui mercati americani ed europei in cui l'RBF ha mostrato avere un eleva-

to potenziale. I casi più importanti sono: Uncapped, Capchase, Ritmo, Requre.

Uncapped è stata fondata nel 2019, a Londra. Tra le oltre 100 imprese clienti può vantare Brand24, software company polacca quotata in Borsa, e Wise, azienda londinese, anch'essa quotata alla London Stock Exchange dal 2021 con una valutazione pari a 11 miliardi di dollari. Uncapped concede finanziamenti tra le 10.000 e i 5 milioni di sterline, in 24 ore, applicando una "flat fee" pari al 6%. La rapidità di concessione del finanziamento ne costituisce la caratteristica principale.

Capchase nasce nel 2020 a New

York. A dispetto della giovane età, vanta già un team di quasi 100 dipendenti e oltre 1.000 clienti e partner commerciali, grazie ad una crescita molto sostenuta in cui la società americana ha messo a disposizione delle aziende un ammontare totale di fondi che supera gli 800 milioni di dollari.

Anche società spagnola Ritmo è stata fondata nel 2020, garantendo finanziamenti con un importo che varia tra i cinquanta mila e i tre milioni di euro, in 24 ore, similamente a quanto fatto da Uncupped.

La società olandese Requir è la startup più giovane della lista. Fondata ad Amsterdam nel 2021, si rivolge ad aziende che presentano un business model di tipo Software as a Service (Saas) o, più in generale, di *recurring revenue*, ovvero un modello di fatturato basato su entrate ricorrenti derivanti dalla sottoscrizione di abbonamenti. Per ricevere i fondi da Requir le società devono essere attive sul mercato da almeno dodici mesi e registrare entrate mensili non inferiori ai ventimila euro.

## Bibliografia

- [1] O Avinadav, T., & Bunker, A. E. (2022). The effect of risk aversion and financing source on a supply chain of in-app products. *International Transactions in Operational Research*, 29(4), 2145-2171.
- [2] Mazure, G. (2022). Financial platforms as alternative financial instrument to crediting in europe. *Research for rural development*, 37.
- [3] Mazengera, H. (2017). Revenue-based lending for SMEs. *International Journal of Financial Engineering*, 4(02n03), 1750035.
- [4] Bernthal, J. B. (2018). The evolution of entrepreneurial finance: a new typology. *BYU L. Rev.*, 773.
- [5] <https://www.investopedia.com/terms/r/revenuebased-financing.asp>
- [6] <https://www.economyup.it/fintech/revenue-based-financing-come-funzione-linnovativo-mechanism-di-finanziamento-alle-startup/>

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento  
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo  
Via Vittorio Veneto 108/b- 00187 ROMA  
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

**amministrazione@editriceminervabancaria.it**

### **Condizioni di abbonamento ordinario per il 2023**

	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale</b>	<b>Economia Italiana quadrimestrale</b>	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana</b>
Canone Annuo Italia	<b>€ 120,00</b> causale: MBI23	<b>€ 90,00</b> causale: EII23	<b>€ 170,00</b> causale: MBEI23
Canone Annuo Estero	<b>€ 175,00</b> causale: MBE23	<b>€ 120,00</b> causale: EIE23	<b>€ 250,00</b> causale: MBEIE23
Abbonamento WEB	<b>€ 70,00</b> causale: MBW23	<b>€ 60,00</b> causale: EIW23	<b>€ 100,00</b> causale: MBEIW23

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 40,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 60,00 / € 10,00** digitale

### **Pubblicità**

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

RIVISTA BANCARIA  
**MINERVA BANCARIA**

**ABBONATI - SOSTENITORI**

ALLIANZ BANK F. A.	CBI
ANIA	CONSOB
ASSICURAZIONI GENERALI	DEA CAPITAL REAL ESTATE SGR
ASSOFIDUCIARIA	Divisione IMI - CIB
ASSONEBB	Intesa Sanpaolo
ASSORETI	ERNST & YOUNG
ASSOSIM	GENTILI & PARTNERS
B CAPITAL PARTNERS	IBL BANCA
BANCA ALETTI	INTESA SANPAOLO
BANCA D'ITALIA	INVESTIRE SGR
BANCA FINNAT	IVASS
BANCA POPOLARE DEL CASSINATE	MERCER ITALIA
BANCA PROFILO	NET INSURANCE
BANCA SISTEMA	OCF
BLUE SGR	OLIVER WYMAN
CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO	POSTE ITALIANE
	VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA  
MINERVA BANCARIA  
ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:  
MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:  
ANDREA BATTISTA, Net Insurance  
ANTONIO BOTTILLO  
NICOLA CALABRÒ, Cassa di Risparmio di Bolzano  
LUCA DE BIASI, Mercer  
LILIANA FRATINI PASSI, CBI  
LUCA GALLI, Ernst & Young  
GIOVANNA PALADINO, Intesa SanPaolo  
ANDREA PEPE, FinecoBank  
ANDREA PESCATORI, Ver Capital  
PAOLA PIETRAFESA, Allianz Bank Financial Advisors  
ALBERICO POTENZA, Groupama Asset Management

---

Editrice Minerva Bancaria  
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE  
GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO  
CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca  
MARIO COMANA, Luiss Guido Carli  
ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus  
RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata  
MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania  
GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria  
MARCO TOFANELLI, Assoreti

