



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le piattaforme Fintech di prestito e di raccolta
di finanziamenti nel mondo e in Italia

di Salvatore Cardillo, Antonio Ilari, Silvia Magri, Giorgio Meucci,
Mirko Moscatelli e Dario Ruzzi

Giugno 2022

Numero

702



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Questioni di Economia e Finanza

(Occasional Papers)

Le piattaforme Fintech di prestito e di raccolta
di finanziamenti nel mondo e in Italia

di Salvatore Cardillo, Antonio Ilari, Silvia Magri, Giorgio Meucci,
Mirko Moscatelli e Dario Ruzzi

Numero 702 – Giugno 2022

La serie Questioni di economia e finanza ha la finalità di presentare studi e documentazione su aspetti rilevanti per i compiti istituzionali della Banca d'Italia e dell'Eurosistema. Le Questioni di economia e finanza si affiancano ai Temi di discussione volti a fornire contributi originali per la ricerca economica.

La serie comprende lavori realizzati all'interno della Banca, talvolta in collaborazione con l'Eurosistema o con altre Istituzioni. I lavori pubblicati riflettono esclusivamente le opinioni degli autori, senza impegnare la responsabilità delle Istituzioni di appartenenza.

La serie è disponibile online sul sito www.bancaditalia.it.

ISSN 1972-6627 (stampa)

ISSN 1972-6643 (online)

Stampa a cura della Divisione Editoria e stampa della Banca d'Italia

LE PIATTAFORME FINTECH DI PRESTITO E DI RACCOLTA DI FINANZIAMENTI NEL MONDO E IN ITALIA

di Salvatore Cardillo *, Antonio Ilari *, Silvia Magri *, Giorgio Meucci *,
Mirko Moscatelli * e Dario Ruzzi *

Sommario

Il lavoro analizza le piattaforme Fintech di prestito e di raccolta di finanziamenti (capitale e obbligazioni) nel mondo e in Italia. Le piattaforme operano come facilitatori che mettono in contatto chi domanda finanziamenti con gli investitori (individuali o istituzionali) che intendono concederli; con le necessarie autorizzazioni esse possono anche partecipare alla erogazione dei prestiti. Escludendo la Cina, il mercato delle piattaforme nel mondo ha continuato a crescere negli anni recenti, raggiungendo nel 2020 un volume di transazioni pari a 113 miliardi di dollari. I prestiti rappresentano l'attività principale; la raccolta proviene in larga parte da investitori istituzionali. Anche in Italia l'attività delle piattaforme è aumentata, in particolare i prestiti alle imprese e la cessione di fatture. Nonostante la crescita, il peso dei prestiti delle piattaforme su quelli complessivi è ancora contenuto nei principali paesi. A livello internazionale è aperto il dibattito sulla necessità di adottare un *level playing field* per evitare arbitraggi regolamentari; assume rilevanza anche il tema della carenza di dati ufficiali e confrontabili tra paesi sull'attività delle piattaforme.

Classificazione JEL: G10, G51, L10, O33, Q55.

Parole chiave: fintech, crowdfunding, social lending, invoice trading, innovazione tecnologica, finanza alternativa.

DOI: 10.32057/0.QEF.2022.0702

Indice

1. Introduzione.....	5
2. Le piattaforme Fintech nel mondo	6
2.1 Tendenze del mercato a livello mondiale.....	6
2.2 Il mercato europeo e la posizione dell'Italia	11
3. Le piattaforme Fintech in Italia	14
3.1 <i>Social lending</i>	15
3.2 <i>Invoice trading</i>	18
3.3 <i>Equity e debt crowdfunding</i>	20
4. Considerazioni conclusive e implicazioni per la stabilità finanziaria	23
Riferimenti bibliografici.....	26
Appendice	28

* Banca d'Italia, Dipartimento di Economia e Statistica

1. Introduzione¹

Questo lavoro illustra le tendenze dell'attività delle piattaforme Fintech di prestito e di raccolta di finanziamenti, operanti a livello globale e in Italia. Lo scopo dell'analisi è di quantificare la rilevanza di queste attività, descrivere le modalità con cui esse vengono svolte, e caratterizzare alcuni tratti della clientela e degli investitori che si rivolgono a queste piattaforme.

Il termine Fintech è usato per indicare molteplici attività.² In questa nota ci occupiamo di operatori che tramite piattaforme digitali favoriscono la concessione di prestiti a individui e a imprese (*social lending*), la cessione di fatture (*invoice trading*) e la raccolta di finanziamenti da parte delle imprese, sia di capitale sia di debito tramite minibond (*equity* e *debt crowdfunding*). Spesso queste piattaforme usano algoritmi per la valutazione del merito di credito dei soggetti che richiedono un finanziamento.

Per circoscrivere il perimetro delle piattaforme seguiamo il Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), una delle fonti più accreditate dei dati delle piattaforme Fintech dei principali paesi, e un'ampia parte della letteratura, ed escludiamo dalla definizione gli intermediari finanziari che raccolgono fondi attraverso depositi (banche digitali e piattaforme gestite da banche). L'analisi riguarda piattaforme che raccolgono fondi sia da investitori istituzionali sia direttamente da singoli individui.

I dati riguardanti queste piattaforme non sono facilmente disponibili e aggiornati e spesso non sono coerenti tra le diverse fonti. Per quanto riguarda i dati internazionali, presentati nella sezione 2, la fonte usata è il CCAF. Per i dati italiani, illustrati in dettaglio nella sezione 3, la fonte è il Politecnico di Milano, che da alcuni anni redige rapporti su queste attività. I dati relativi alle piattaforme italiane sono stati confrontati anche con altre fonti: la scelta è ricaduta sul Politecnico poiché offre la possibilità di coprire tutte le attività oggetto della presente nota.

Il lavoro è organizzato come segue. Nella sezione 2 si illustra l'attività delle piattaforme nel mondo con una specifica attenzione ai dati italiani nel confronto con quelli europei. La sezione 3 analizza in dettaglio i segmenti del mercato italiano delle piattaforme (*social lending*, *invoice trading*, *equity* e *debt crowdfunding*), soffermandosi anche sugli aspetti di regolamentazione e di vigilanza. La sezione conclusiva discute le evidenze dell'analisi e le implicazioni per la stabilità finanziaria.

¹ Si ringraziano Mattia Berruti, Marco Bevilacqua, Valentina Cappa, Concetta Galasso, Caterina Giustozzi, Chiara Torriero, e Rossiana Turturro per il contributo offerto sui temi di regolamentazione e vigilanza. Le opinioni espresse sono degli autori e non coinvolgono l'Istituto di appartenenza.

² Secondo la definizione del *Financial Stability Board*, il termine Fintech definisce le innovazioni nei servizi finanziari rese possibili dalla tecnologia, che risultano in nuovi modelli di business, applicazioni, processi o prodotti con un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni o sulla offerta di servizi finanziari (*Financial Stability Board*, 2017). Oltre alle operazioni di *lending* e di *equity* e *debt crowdfunding*, considerate in questo lavoro, il termine Fintech si applica a numerose altre attività, tra cui quelle di pagamenti digitali, assicurazione (Insurtech), supervisione e regolamentazione (Suptech e Regtech), e open banking.

2. Le piattaforme Fintech nel mondo³

I dati presentati in questa sezione si basano su un rapporto redatto dal Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF); l'ultimo aggiornamento riguarda l'anno 2020 (Ziegler et al, 2021).⁴ I dati sui flussi annuali delle transazioni sono basati su indagini condotte presso le principali piattaforme Fintech nel mondo, integrate da informazioni raccolte su internet. In questa rilevazione i modelli di business sono classificati in tre grandi segmenti di mercato: *debt*, *equity* e *non-investment*. La prima categoria include tutti i modelli di business basati sul debito: *P2P/marketplace lending*, *balance sheet lending*,⁵ *invoice trading*, *debt-based securities*. La categoria *equity* fa riferimento a modelli in cui investitori individuali o istituzionali acquistano azioni non quotate, tipicamente emesse da start-up. La categoria *non-investment* raccoglie le donazioni, il finanziamento di attività in cambio di prodotti o riconoscimenti non monetari (*reward-based crowdfunding*) e altre forme di finanziamento agevolato alle micro imprese (*crowd-led microfinance*); tale categoria rappresenta una quota relativamente contenuta dell'attività delle piattaforme. La tabella A1 in Appendice elenca tutti i modelli di business e le loro principali caratteristiche.

2.1 Tendenze del mercato a livello mondiale

Le transazioni effettuate attraverso piattaforme Fintech hanno registrato una crescita rilevante negli scorsi anni, seppure con dinamiche eterogenee sia a livello di giurisdizione sia di modelli di business. A livello globale, nella seconda parte dello scorso decennio l'attività delle piattaforme è aumentata fino al 2017, con un picco di 419 miliardi di dollari, e una successiva contrazione a 114 miliardi nel 2020 (figura 1).

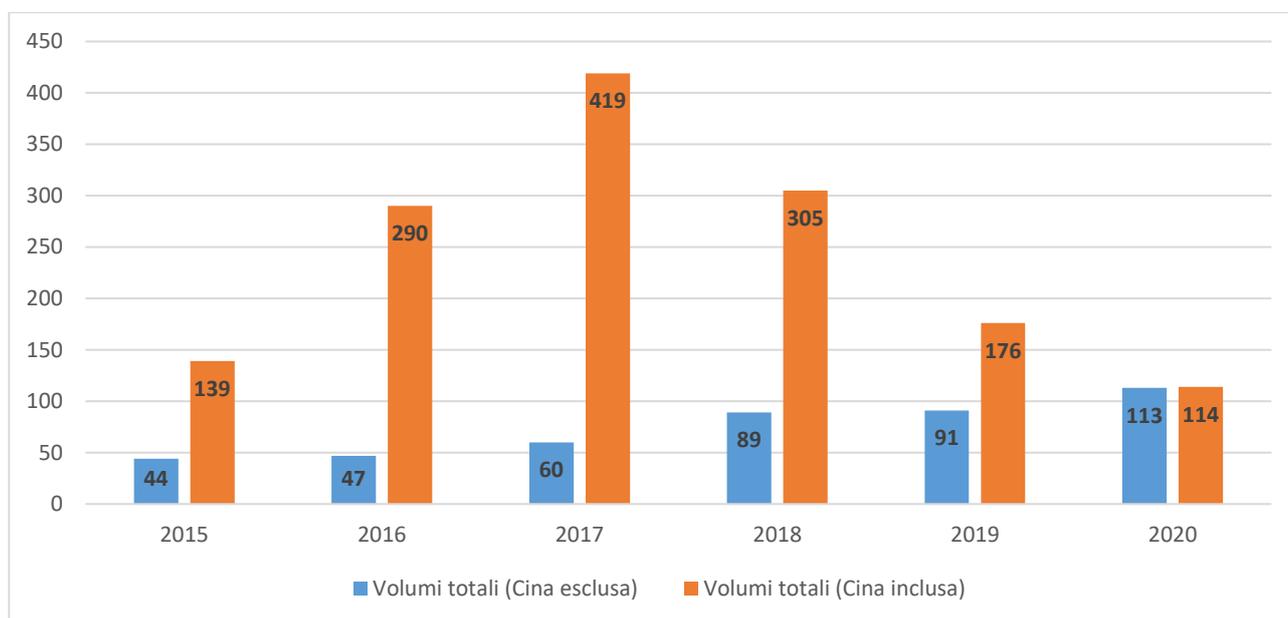
L'andamento riflette prevalentemente quanto accaduto in Cina, storicamente il mercato principale. L'attività delle piattaforme Fintech di origine cinese ha infatti registrato una forte contrazione a partire dal 2018. La motivazione principale alla base del crollo del mercato cinese va ricercata nell'introduzione, in quell'anno, di un regime regolamentare molto rigido, in particolare in termini di requisiti di capitale e adempimenti di registrazione per gli operatori Fintech, la cui finalità principale era il contrasto agli elevati tassi di frode che caratterizzavano il mercato cinese (Ding et al, 2021; Cornelli et al, 2020). Per contro, l'attività delle piattaforme degli altri paesi ha continuato a crescere; lo scoppio della pandemia Covid-19 non sembra aver avuto impatti rilevanti.

³ Nell'analisi le espressioni piattaforme Fintech e piattaforme di finanza alternativa indicano gli stessi operatori e sono pertanto utilizzate indifferentemente.

⁴ La definizione di piattaforme usata nel rapporto è la seguente: *alternative finance digital models that include digital finance activities that have emerged outside of the incumbent banking system and traditional capital market and occur on line. In particular, the online alternative finance ecosystem comprises of various lending, investment, and non-investment models that enable individuals, businesses, and other entities to raise funds via online digital marketplace.*

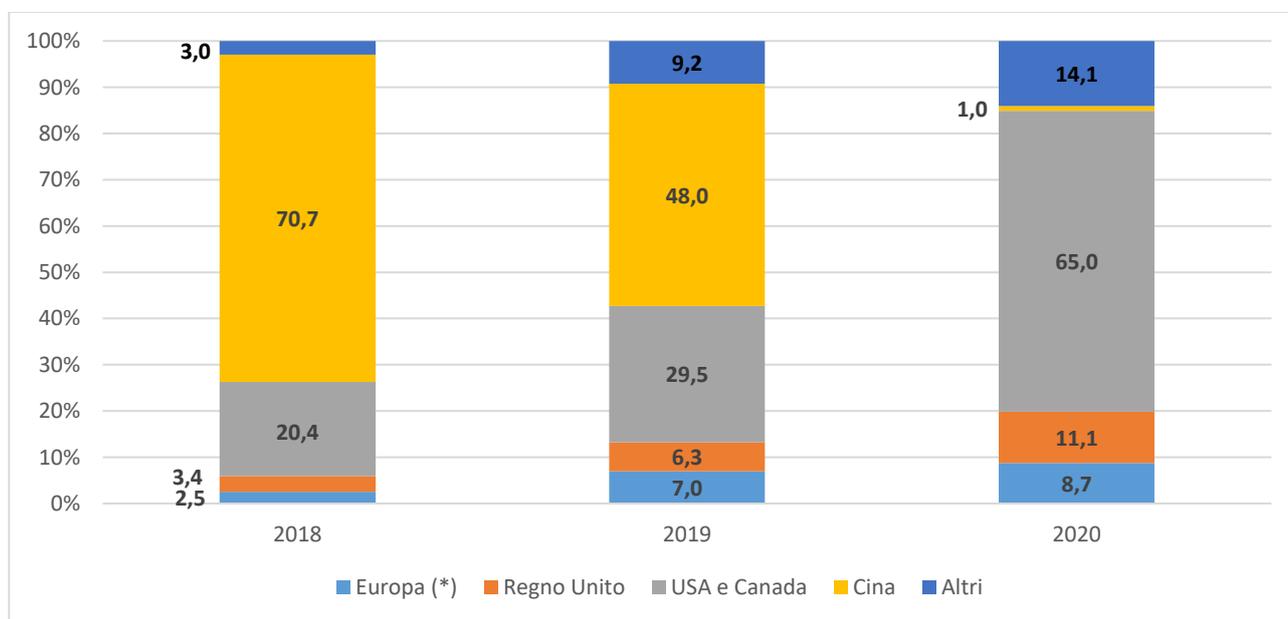
⁵ In particolare, nel modello *balance sheet lending* la piattaforma digitale origina e detiene sul suo bilancio, in tutto o in parte, i prestiti concessi a individui o imprese; il rischio di credito rimane in capo alla piattaforma che opera quindi come un intermediario finanziario non bancario. Nel modello *marketplace lending*, investitori individuali o istituzionali concedono un prestito a individui o imprese e la piattaforma li mette solo in contatto, curando l'istruttoria della pratica.

Figura 1 – Dimensione e crescita delle piattaforme Fintech: transazioni annuali (miliardi di dollari)



Fonte CCAF.

Figura 2 – Quote di mercato delle piattaforme Fintech per area geografica (transazioni annuali; valori percentuali)



Fonte CCAF.

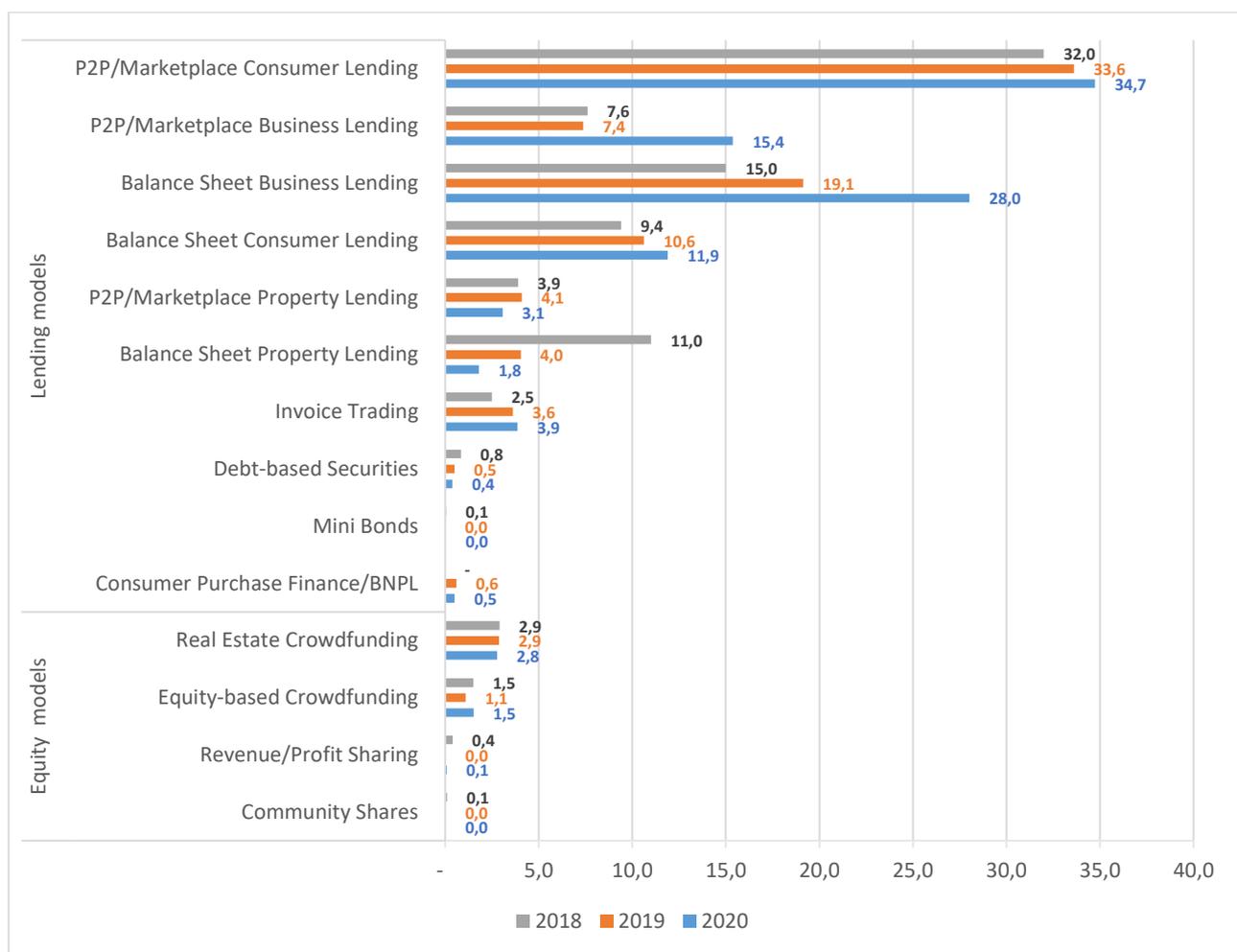
(*) L'Europa viene considerata nella sua accezione geografica e sono inclusi anche paesi che non fanno parte della Unione Europea. Il Regno Unito è considerato a sé.

L'inversione della tendenza delle piattaforme cinesi è particolarmente evidente negli ultimi due anni. Nel 2019, nonostante una contrazione di oltre venti punti percentuali rispetto all'anno precedente, la quota di mercato della Cina era ancora la più elevata (48 per cento), seguita da Stati Uniti e Canada (29,5 per cento). Nel 2020, l'attività delle piattaforme cinesi si è praticamente

azzerata, arrivando a pesare l'1 per cento del mercato mondiale (figura 2).⁶ La leadership del mercato è quindi passata alle piattaforme di Stati Uniti e Canada, che nel 2020 erogavano il 65 per cento dei volumi totali (74 miliardi, dei quali gli Stati Uniti rappresentano praticamente l'intero ammontare con transazioni pari a 73,6 miliardi), seguite da Regno Unito (11 per cento, 12,6 miliardi) ed Europa⁷ (9 per cento, 10 miliardi).

Nel seguito di questa sezione si analizzeranno i dati a livello mondiale escludendo la Cina.

Figura 3 – Transazioni sulle piattaforme Fintech per attività e modello di business (Cina esclusa; miliardi di dollari)



Fonte CCAF.

Per quanto riguarda i segmenti di mercato, quello dei prestiti ha registrato i volumi maggiori (circa 84 miliardi nel 2019 e 100 nel 2020) e i tassi di crescita più elevati (figura 3). Al suo interno, l'attività prevalente a livello mondiale tra le varie piattaforme è quella del *P2P/marketplace consumer lending*, la cui quota di mercato era pari a circa il 35 per cento nel 2020; nello stesso anno è cresciuta molto l'attività delle piattaforme di *business lending*. Più in generale, le varie forme di *marketplace*

⁶ Tale dinamica appare aver caratterizzato il solo segmento Fintech; nello stesso periodo, le Bigtech cinesi hanno registrato un notevole incremento dei volumi di attività, da 172 (2017) a 516 (2019) miliardi di dollari (Cornelli et al, 2020).

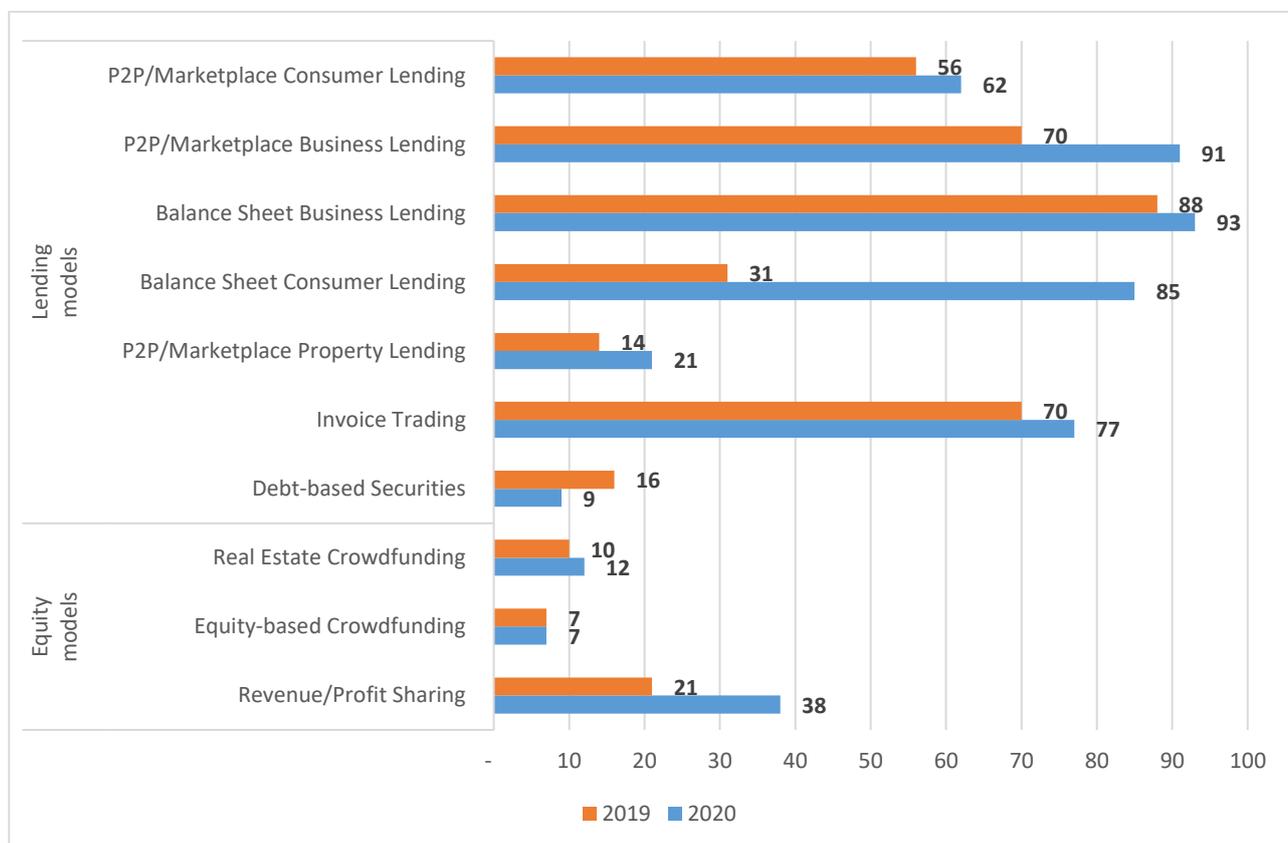
⁷ Nel rapporto CCAF l'Europa viene considerata nella sua accezione geografica e sono inclusi anche paesi che non fanno parte della Unione Europea. In questa sezione 2.1 il Regno Unito è considerato a sé; nella sezione successiva 2.2 l'Europa include il Regno Unito.

e *balance-sheet lending* sia verso clienti individuali sia verso imprese rappresentano i settori di attività più rilevanti, con quote di mercato tendenzialmente in doppia cifra. L'unica eccezione è quella del segmento del *property lending*, che ha registrato anche una forte contrazione nel 2020 a causa della pandemia Covid-19. Hanno un peso inferiore altri modelli di business della categoria *lending*, quale ad esempio l'*invoice trading*, che si caratterizza comunque per una crescita graduale.

Sulla base delle informazioni raccolte da un sottogruppo di operatori che pesa per circa il 60 per cento delle osservazioni, a fronte degli incrementi nel volume delle transazioni degli ultimi anni, le piattaforme di finanza alternativa hanno registrato una crescente rilevanza della raccolta da parte degli investitori istituzionali, pur con dinamiche differenziate tanto a livello geografico quanto di segmento di attività.

Le giurisdizioni che hanno registrato gli aumenti maggiori sono Stati Uniti e Canada (dal 74 al 98 per cento del finanziamento complessivo proveniente da soggetti istituzionali), Regno Unito (dal 43 al 66 per cento), ed Europa (dal 47 al 53 per cento). In altre aree, le variazioni al rialzo sono state inferiori (Medio Oriente e Africa) o si sono addirittura osservati dei cali (Asia-Pacifico, America Latina). Il ruolo preponderante degli investitori istituzionali nei paesi di matrice anglosassone (Regno Unito, Stati Uniti e Canada) è dovuto in parte a una regolamentazione stringente, che tende a favorire gli investitori qualificati rispetto a soggetti non professionali, e in parte alla struttura dei mercati, caratterizzati da un elevato grado di intermediazione, tale per cui gli investitori individuali fanno tendenzialmente più ampio ricorso a intermediari professionali anziché a investimenti diretti (Ziegler et al, 2021; Chen et al, 2021; Ding et al, 2021).

Figura 4 – Raccolta da investitori istituzionali per attività e modello di business (quota sui flussi di raccolta totale; valori percentuali)

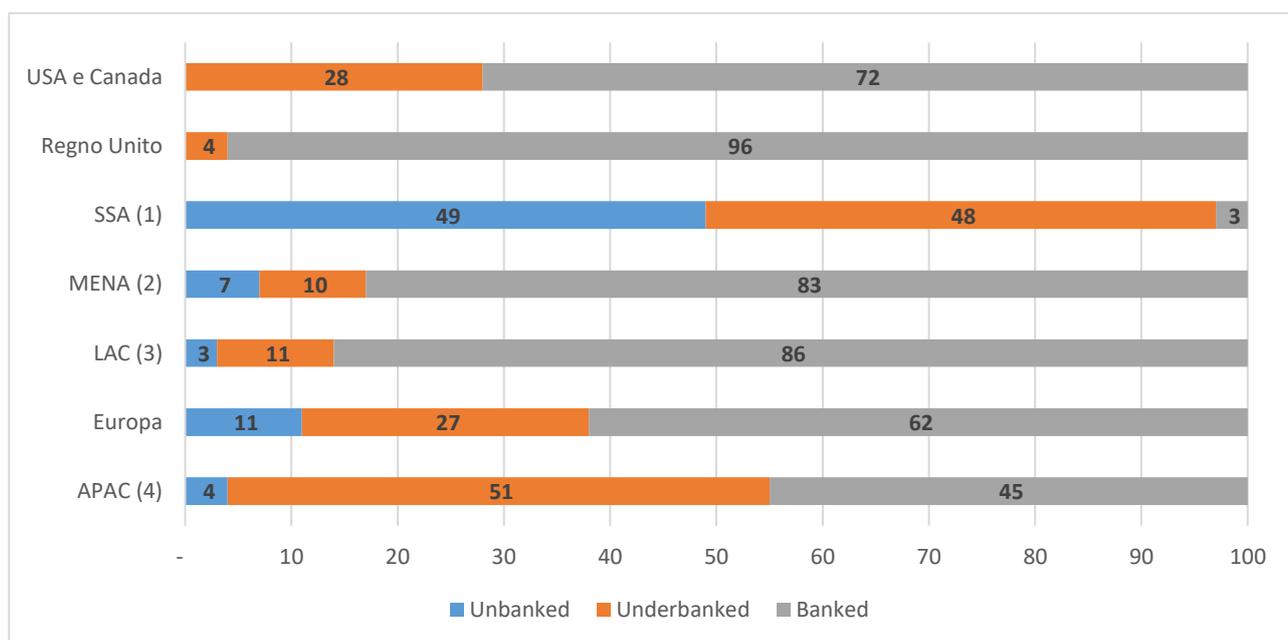


Fonte CCAF.

Con riguardo ai segmenti di mercato, quelli del *lending* presentano il maggior grado di istituzionalizzazione, con quote ben superiori al 50 per cento. Al contrario, la componente istituzionale dei modelli *equity-based* è meno marcata, oscillando tra un minimo del 7 per cento per le piattaforme di *equity crowdfunding* e un massimo del 38 per cento per quelle di *revenue/profit sharing* (figura 4).

Le piattaforme di finanza alternativa possono, in prospettiva, configurarsi come una possibile soluzione per aumentare l'inclusione finanziaria dei soggetti attualmente non serviti dai circuiti bancari tradizionali, in particolare nei mercati emergenti e in via di sviluppo (figura 5). I dati del Rapporto CCAF confermano la tendenza a un ricorso più intenso alle piattaforme Fintech da parte di soggetti *unbanked* (definiti come utenti che non hanno accesso ad alcun servizio bancario tradizionale) o *underbanked* (che hanno accesso ad alcuni servizi bancari di base) nelle aree geografiche meno sviluppate (Africa Sub-sahariana, Asia-Pacifico). Appare rilevante anche la quota di utenti europei con scarso accesso ai servizi finanziari tradizionali, pari complessivamente al 38 per cento (di cui 11 *unbanked* e 27 *underbanked*), a ulteriore conferma del potenziale di inclusione finanziaria delle piattaforme Fintech.

Figura 5 – Utenti delle piattaforme Fintech
(2020; quote percentuali)



Fonte CCAF. (1) Africa Sub-Sahariana; (2) Medio Oriente e Nord Africa; (3) America Centrale e Latina; (4) Asia-Pacifico

Per ciò che concerne la struttura dei segmenti di mercato, negli ultimi anni si è osservato un progressivo e generalizzato consolidamento a livello globale. Il livello di concentrazione, misurato dall'indice Herfindal-Hirshman, tra il 2019 e il 2020 è aumentato nella maggior parte dei segmenti analizzati.

La regolamentazione rappresenta infine un aspetto molto rilevante per le piattaforme che ne temono soprattutto i cambiamenti.⁸ La gran parte degli operatori giudica la regolamentazione attuale

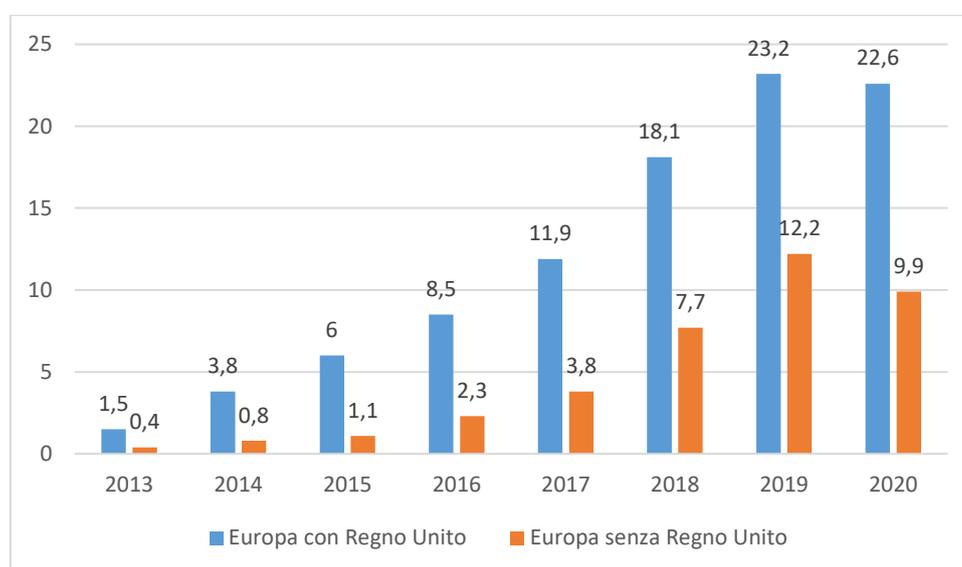
⁸ Tra i potenziali rischi elencati nell'indagine (frodi, cyber-security, concorrenza da parte delle Bigtech, aumento dei default e cambiamento della regolamentazione), il rischio di modifiche regolamentari è giudicato il più importante dalle

adeguata: le percentuali sono più alte nel Regno Unito e negli Stati Uniti rispetto all'Europa.⁹ La quota di piattaforme con un'autorizzazione a operare è aumentata in tutte e tre le aree considerate, sia per l'attività di prestito che per quella di raccolta di capitali; i soggetti che al contrario ne sono sprovvisti operano tipicamente in settori che non necessitano di autorizzazione oppure stabiliscono partnership con altri operatori autorizzati.

2.2 Il mercato europeo e la posizione dell'Italia¹⁰

In Europa il mercato delle piattaforme Fintech è cresciuto in misura considerevole negli scorsi anni: il valore delle transazioni annuali è aumentato da 1,5 miliardi di dollari nel 2013 a 22,6 nel 2020 (il dato include il Regno Unito; figura 6).¹¹ Il Regno Unito è il paese più importante nel mercato europeo e nel 2020 a esso facevano capo oltre la metà del valore delle transazioni totali (figura 7).

Figura 6 – Transazioni sulle piattaforme Fintech in Europa
(miliardi di dollari)



Fonte CCAF.

Anche in Italia il mercato è cresciuto a ritmi sostenuti e nel 2020 rappresentava poco meno del 10 per cento delle attività delle piattaforme europee. In valore assoluto, la dimensione del mercato italiano nel 2020 era in linea con quella di Francia e Germania. In Italia, ancor più che nei principali paesi europei, l'attività delle piattaforme è rivolta prevalentemente verso i prestiti, mentre gli investimenti in capitale rappresentano una quota minore (figura 8). Nel caso dell'Italia i prestiti riguardano principalmente le imprese e l'attività di *invoice trading* (figura 9); nel mercato europeo dell'*invoice trading* l'Italia rappresenta il paese più importante in termini di volumi di attività.

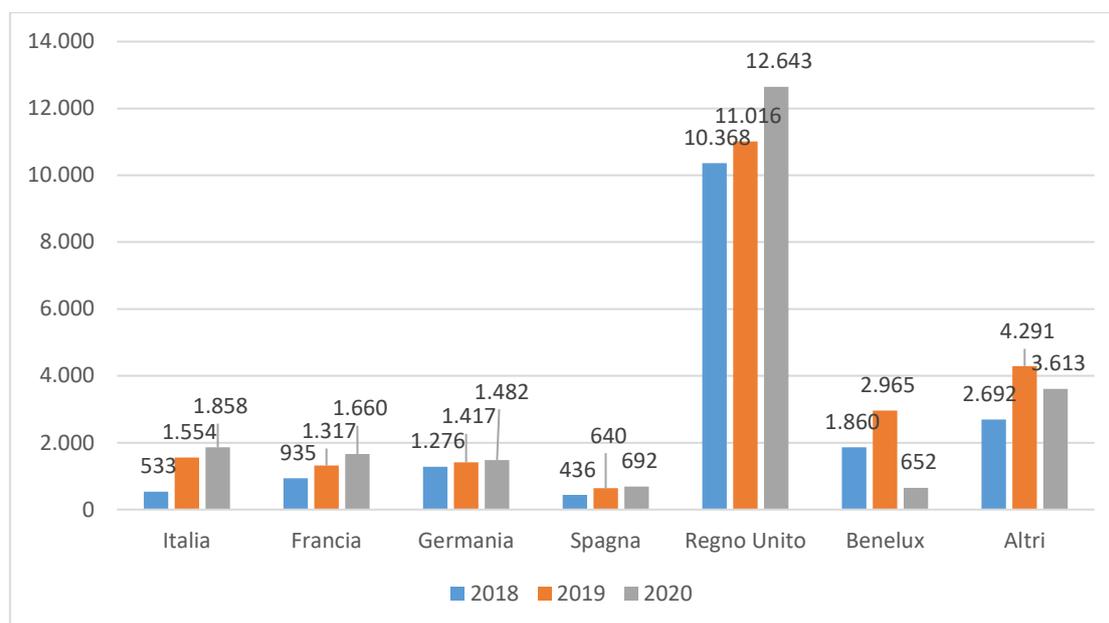
piattaforme di *equity crowdfunding* ed è generalmente considerato elevato dalle piattaforme di debito. Queste informazioni sono state raccolte da un sottogruppo di piattaforme che pesa per circa il 60 per cento delle osservazioni.

⁹ Nel segmento del debito la regolamentazione è valutata adeguata da oltre il 90 per cento delle piattaforme nel Regno Unito, da oltre l'80 per cento negli Stati Uniti e da quasi il 50 per cento in Europa; le percentuali per le piattaforme di *equity* sono rispettivamente circa il 70 per cento nel Regno Unito e negli Stati Uniti e il 50 per cento in Europa. Queste informazioni sono state raccolte da un sottogruppo di piattaforme che pesa per circa il 73 per cento delle osservazioni.

¹⁰ L'Europa viene considerata nella sua accezione geografica e sono inclusi anche paesi che non fanno parte della Unione Europea. In questa sezione l'Europa include il Regno Unito diversamente dalla sezione precedente.

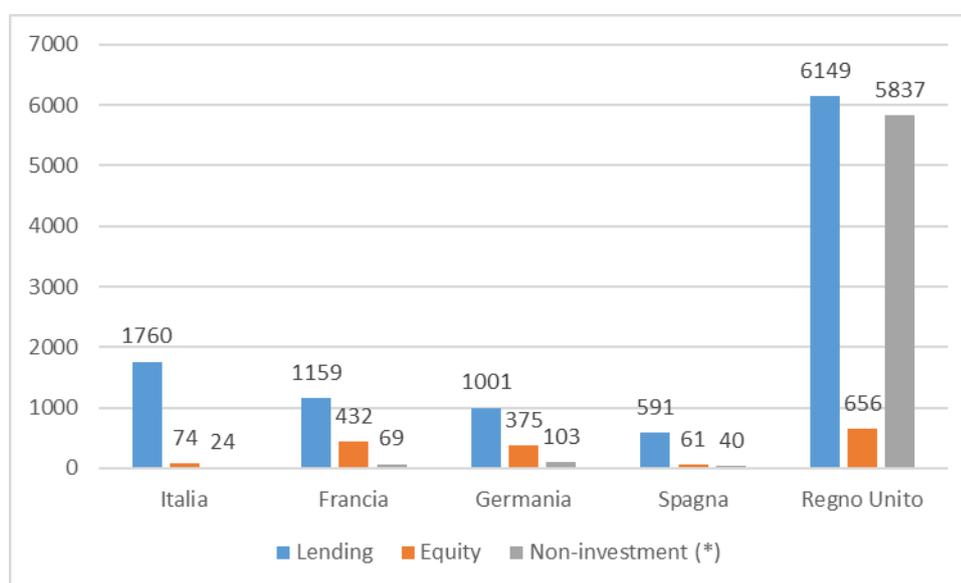
¹¹ Il declino osservato nel 2020 sarebbe in parte riconducibile alla minore copertura della rilevazione in quell'anno per le difficoltà riscontrate da alcune piattaforme a partecipare all'indagine in conseguenza della pandemia.

Figura 7 – Transazioni sulle piattaforme Fintech nei paesi europei
(milioni di dollari)



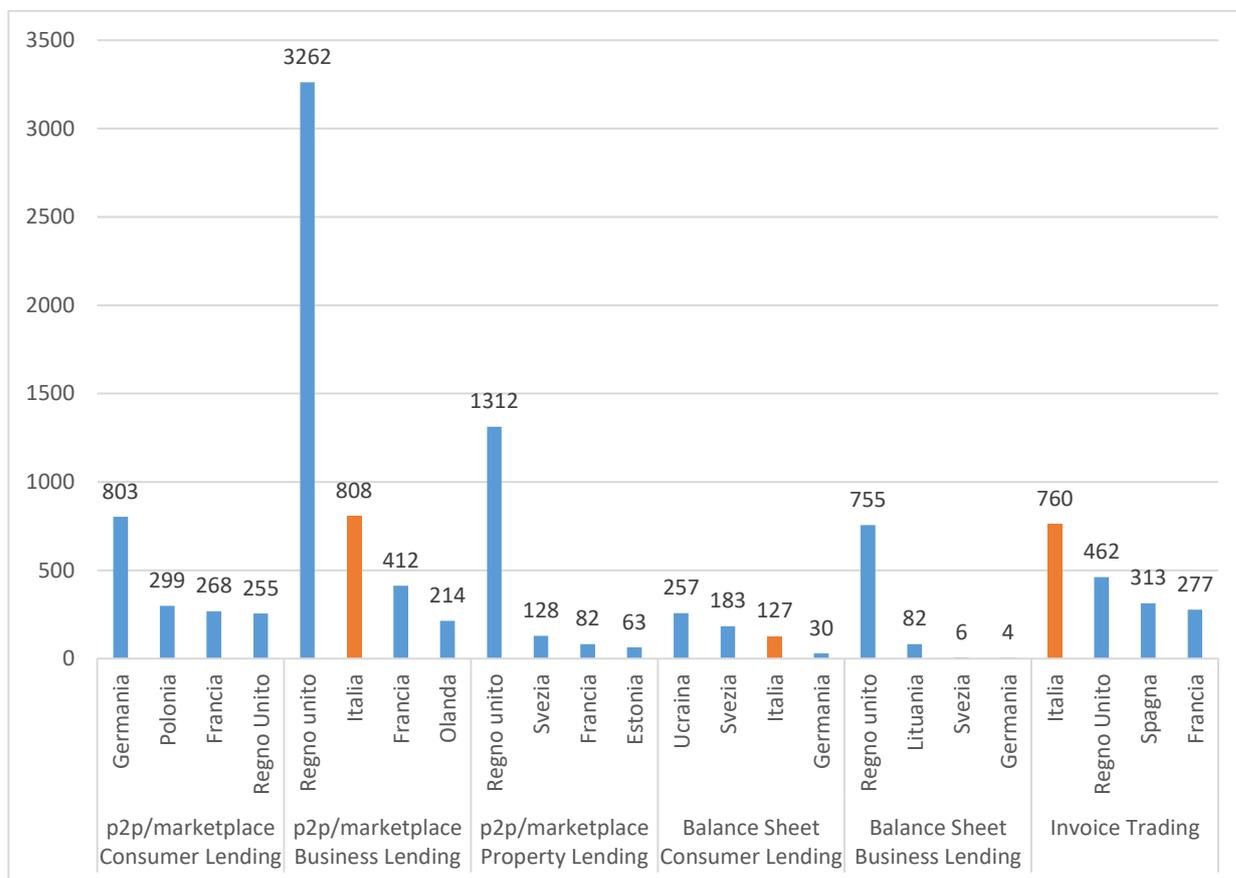
Fonte CCAF.

Figura 8 – Transazioni per segmento di mercato nei principali paesi europei
(milioni di dollari; 2020)



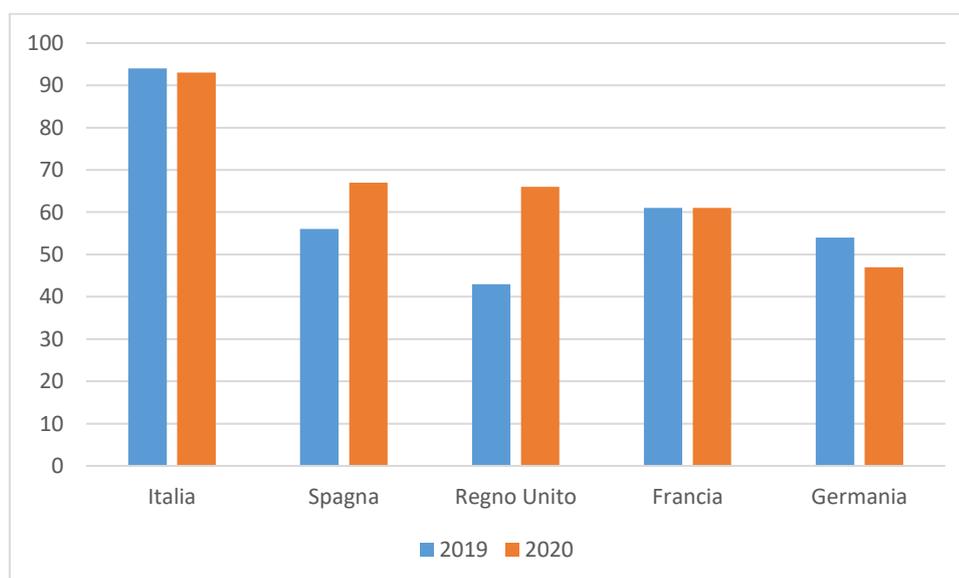
Fonte CCAF. (*) La categoria *non-investment* raccoglie le donazioni, il finanziamento di attività in cambio di prodotti o riconoscimenti non monetari (*reward-based crowdfunding*) e altre forme di finanziamento agevolato alle micro imprese (*crowd-led microfinance*).

Figura 9 – Piattaforme di *lending*: i primi quattro paesi per volumi di attività nei diversi modelli di business
(milioni di dollari; 2020)



Fonte CCAF.

Figura 10 – Finanziamenti delle piattaforme: quota di investitori istituzionali (quota sui flussi di raccolta totale; valori percentuali)



Fonte CCAF.

Anche nei paesi europei il peso degli investitori istituzionali è aumentato nel tempo. In Italia questa tendenza è ancor più marcata: la quota di finanziamenti degli investitori istituzionali negli ultimi due anni è stata pari a quasi il 95 per cento, la più alta in Europa (figura 10).¹²

3. Le piattaforme Fintech in Italia

I dati di questa sezione sono tratti dalle pubblicazioni sulla finanza alternativa del Politecnico di Milano¹³ la gran parte dei dati sono raccolti attraverso contatti diretti con le piattaforme o dalla rete internet. Il periodo di riferimento non è l'anno solare, ma i dodici mesi che terminano nel mese di giugno; i dati più aggiornati si riferiscono al periodo luglio 2020-giugno 2021. In questa sezione ci occupiamo dei portali di finanziamento ed escludiamo quelli basati su donazioni o premi (*non-investment*). Il finanziamento può avvenire attraverso la concessione di un prestito (*social lending* e *invoice trading*) oppure la sottoscrizione di capitale o di minibond (*equity* e *debt crowdfunding*).

In linea generale, le piattaforme operano come facilitatori che mettono in contatto individui o imprese che cercano finanziamenti e investitori che intendono concederli (*marketplace platforms*). Mentre per l'*equity crowdfunding* dal 2012 è stata introdotta in Italia una normativa dedicata, confluita nel Testo Unico della Finanza, l'attività di prestito non è oggetto di una specifica cornice giuridica. L'attività delle piattaforme di prestito è dunque liberamente esercitabile, ma deve essere svolta in maniera tale da non violare le riserve di attività in materia di raccolta del risparmio, di erogazione di credito nei confronti del pubblico, di prestazione di servizi di pagamento e di mediazione creditizia. Non devono incorrere in violazione di riserve di attività neanche i partecipanti alla piattaforma: coloro che prestano denaro non devono farlo a titolo professionale, a meno che non si tratti di intermediari abilitati, e coloro che raccolgono fondi devono farlo sulla base di trattative personalizzate.¹⁴

A erogare i prestiti possono essere singoli individui e imprese non finanziarie (purché ciò avvenga in via non professionale) o, più comunemente, intermediari autorizzati alla concessione di finanziamenti, tra cui soprattutto intermediari ex art. 106 TUB e fondi di credito. Qualora il soggetto gestore della piattaforma intenda partecipare all'erogazione dei finanziamenti (*balance sheet platforms*) o gestire autonomamente i flussi di pagamento connessi con il funzionamento della piattaforma, esso deve essere dotato delle necessarie autorizzazioni a norma del TUB (es. rispettivamente come intermediario finanziario ex art. 106 TUB, come istituto di pagamento o IMEL). Più spesso le piattaforme si avvalgono della collaborazione di soggetti autorizzati per lo svolgimento di attività riservate e si limitano a fornire servizi ausiliari e a creare contatti con altre società della filiera del credito, come quelle di valutazione del merito di credito della clientela o di cartolarizzazione dei prestiti; qualora tra i prestatori vi siano intermediari autorizzati alla concessione di finanziamenti, l'attività delle piattaforme potrebbe a certe condizioni configurarsi come mediazione creditizia (art. 128-*sexies* TUB) e richiedere l'iscrizione in un elenco tenuto dall'Organismo Agenti e Mediatori (OAM), previo il possesso dei requisiti prescritti dalla legge.

¹² Sulla base delle informazioni raccolte da un sottogruppo di operatori che pesa per circa il 60 per cento delle osservazioni.

¹³ Politecnico di Milano, 2017a-2021a e 2018b-2021b.

¹⁴ Cfr. Provvedimento Banca d'Italia dell'8.11.2016, recante Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche.

3.1 Social lending¹⁵

Nel *social lending* una pluralità di soggetti può richiedere a una platea di potenziali finanziatori, tramite piattaforme digitali, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto.

Molte piattaforme attive in Italia sono autorizzate a operare come istituti di pagamento (IP) o agenti di istituti di pagamento e IMEL comunitari;¹⁶ altre hanno stretto accordi di collaborazione con prestatori di servizi di pagamento italiani o comunitari. Come già ricordato, le piattaforme che partecipano alla concessione dei finanziamenti devono essere necessariamente autorizzate a farlo e operano come intermediari finanziari non bancari. Per le sole piattaforme che riguardano i prestiti alle imprese e alle persone fisiche che agiscono a scopo professionale, a novembre dello scorso anno è entrato in vigore il nuovo regolamento europeo (*European Crowdfunding Service Providers 2020/1503*), in attesa di attuazione in Italia. La nuova disciplina introduce un regime autorizzativo e di vigilanza armonizzato per l'attività di *crowdfunding*, sia essa di *lending* che di *equity*, superando di fatto la vigente normativa nazionale applicabile solo all'*equity crowdfunding*. Per le piattaforme di prestito, il regolamento prevede che esse agiscano da facilitatori nella conclusione dei contratti e non come creditori.¹⁷

Il *social lending* presenta al momento due principali modelli di finanziamento. Nel primo, il modello “diffuso”, la piattaforma alloca i fondi tra i clienti in base ai criteri indicati dagli investitori; questo modello implica un minore coinvolgimento dei finanziatori e tempi di erogazione più rapidi. Nel secondo, il modello “diretto”, l'investitore sceglie direttamente a chi prestare denaro. Il modello “diffuso” è usato principalmente dai portali che concedono prestiti a persone fisiche, mentre la grande maggioranza delle piattaforme che finanziano imprese utilizza il modello “diretto”.

A giugno 2021 erano attive 28 piattaforme digitali: 22 per i finanziamenti alle imprese (di cui 14 specializzate nel settore immobiliare) e 6 per i finanziamenti alle famiglie. Il mercato dei prestiti alle imprese non immobiliari e alle famiglie è fortemente concentrato. Nelle figure 11-13 vengono riportate le erogazioni dei prestiti degli ultimi tre anni avvenute tramite piattaforme digitali nei confronti, rispettivamente, di imprese non immobiliari, imprese immobiliari e famiglie.

I prestiti alle imprese non immobiliari sono ancora contenuti, ma in rapida espansione: sono aumentati da 80 milioni erogati tra luglio 2018 e giugno 2019, a 150 nei 12 mesi successivi, fino a raggiungere i 340 nell'ultimo periodo che termina a giugno 2021.¹⁸ La quasi totalità dei finanziamenti è erogata da tre piattaforme: Credimi, che raccoglie unicamente da investitori istituzionali, Opy, e October. I prestiti alle imprese immobiliari sono più contenuti (51 milioni erogati nel periodo tra luglio 2020 e giugno 2021) e distribuiti su un numero maggiore di piattaforme.

I finanziamenti concessi alle famiglie, infine, sono in crescita stabile anche se più graduale rispetto a quelli delle imprese: da 123 milioni tra luglio 2018 e giugno 2019 sono aumentati a 208 nei

¹⁵ Altri termini usati per indicare questa attività sono *marketplace lending* o *lending based crowdfunding*.

¹⁶ Ove in possesso di autorizzazione come IP/IMEL italiano, tali piattaforme sono sottoposte alla vigilanza della Banca d'Italia esclusivamente per l'attività di prestazione di servizi di pagamento; la vigilanza non si estende invece alla gestione del *marketplace*. Le piattaforme attive come agenti di IP/IMEL comunitari sono registrate in un elenco tenuto dall'OAM.

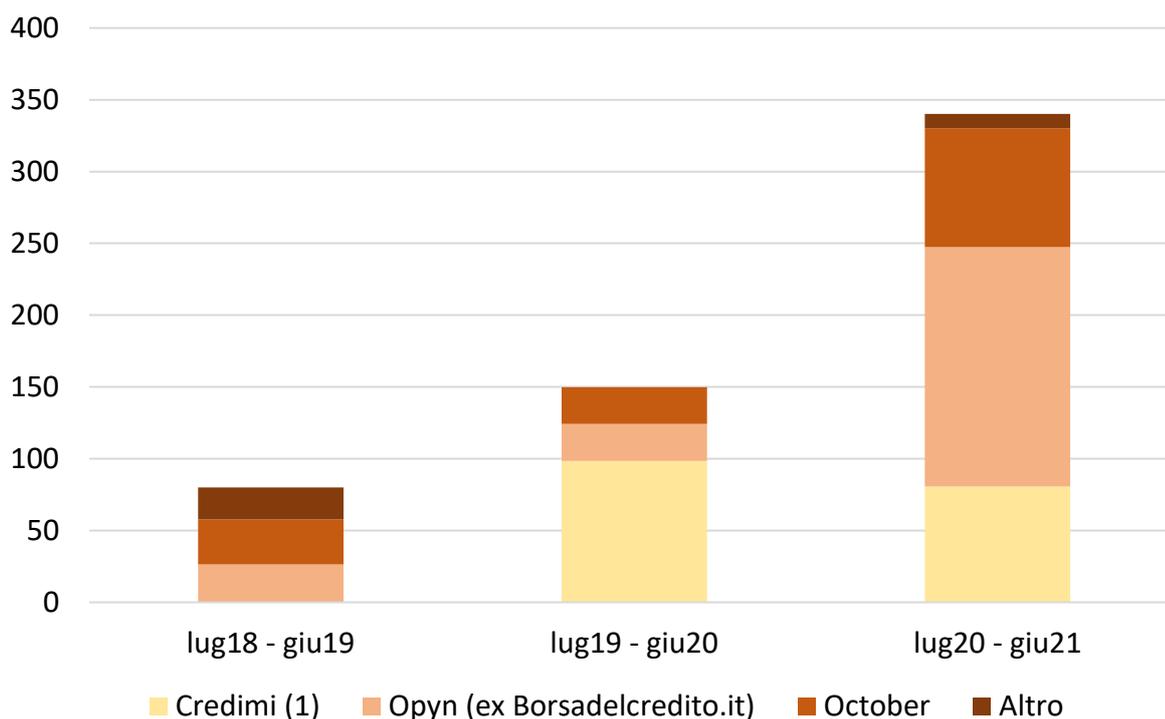
¹⁷ In particolare, è espressamente previsto che i gestori non possano partecipare ad alcuna offerta di *crowdfunding* sulla propria piattaforma.

¹⁸ L'importo dell'ultimo anno differisce da quello del rapporto del Politecnico (Politecnico di Milano, 2021a) che non considera più Credimi tra le piattaforme di *crowdfunding*, includendo questo operatore nel *direct lending*. Per gli ultimi 12 mesi per questo intermediario è inoltre unicamente disponibile l'importo aggregato dei finanziamenti di *social lending* e *invoice trading* concessi tramite la piattaforma: il dato relativo ai singoli strumenti è stimato ripartendo l'ammontare totale con le stesse quote del periodo precedente.

dodici mesi terminanti a giugno 2021. Anche in questo caso la concentrazione del mercato è molto elevata: la gran parte delle erogazioni è riconducibile a Younited (piattaforma che raccoglie solo da investitori istituzionali) che insieme a Soisy e Prestiamoci rappresenta la quasi totalità dei finanziamenti.¹⁹

Non vi sono informazioni dettagliate sulle caratteristiche della clientela dei portali italiani di *social lending*. In generale, sembra molto apprezzata la velocità di risposta alle richieste di finanziamento, una caratteristica che spiega la crescita delle piattaforme di prestito anche in altri paesi (Berg et al, 2021). Per quanto riguarda le imprese, emerge una certa eterogeneità: alcuni portali si rivolgono a imprese piccole e a società di persone, che non riescono ad accedere al credito bancario senza garanzie, mentre altri, tipicamente quelli che raccolgono da investitori istituzionali, finanziano anche aziende più grandi. Lavori relativi ad altri paesi, che hanno esaminato la rischiosità di chi ottiene prestiti, indicano in prevalenza che la clientela che si rivolge alle piattaforme di prestiti ha una rischiosità più elevata rispetto a quella degli intermediari tradizionali (Branzoli e Supino, 2020); si vedano ad esempio Di Maggio e Yao, 2021 e De Roure et al, 2022 per quanto riguarda il credito al consumo rispettivamente negli Stati Uniti e in Germania; tuttavia, c'è anche chi trova risultati diversi nel mercato statunitense dei mutui immobiliari residenziali (Fuster et al, 2019).

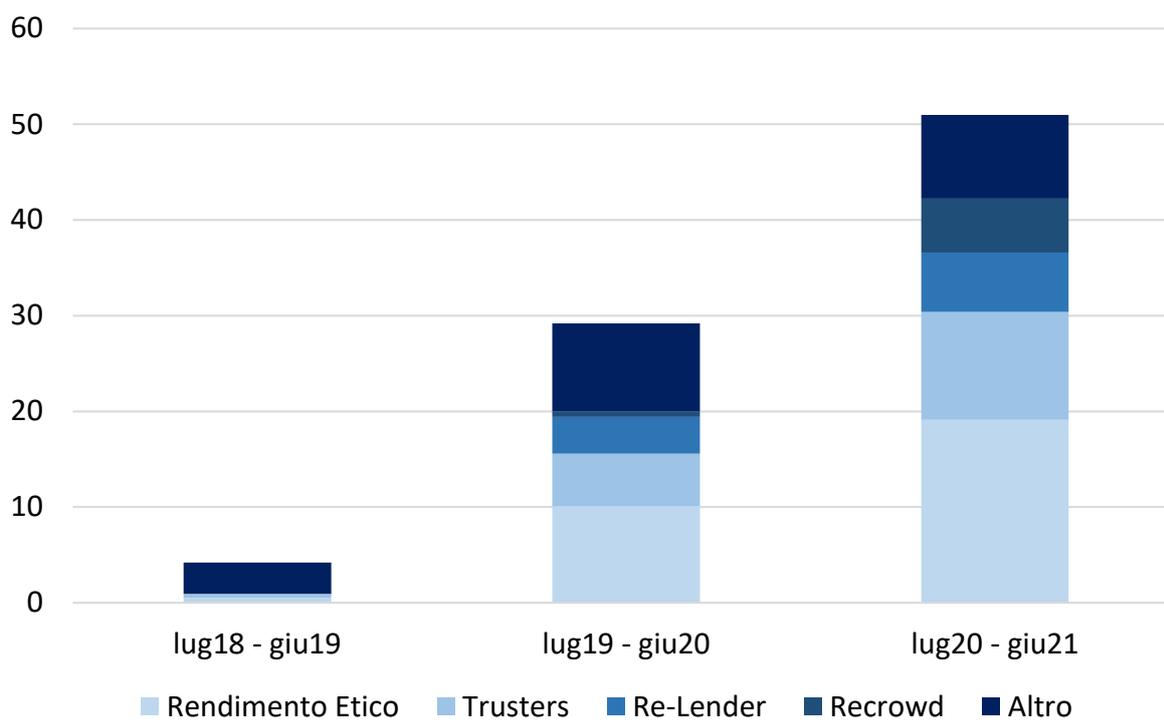
Figura 11 – Finanziamenti a imprese non immobiliari
(flussi annuali, milioni di euro)



Fonte: Politecnico di Milano. (1) Per il periodo luglio 2020 – giugno 2021 i finanziamenti erogati da Credimi sono stimati applicando ai finanziamenti totali del periodo di questa piattaforma (somma di *social lending* e *invoice trading*) la stessa quota di *social lending* del periodo precedente.

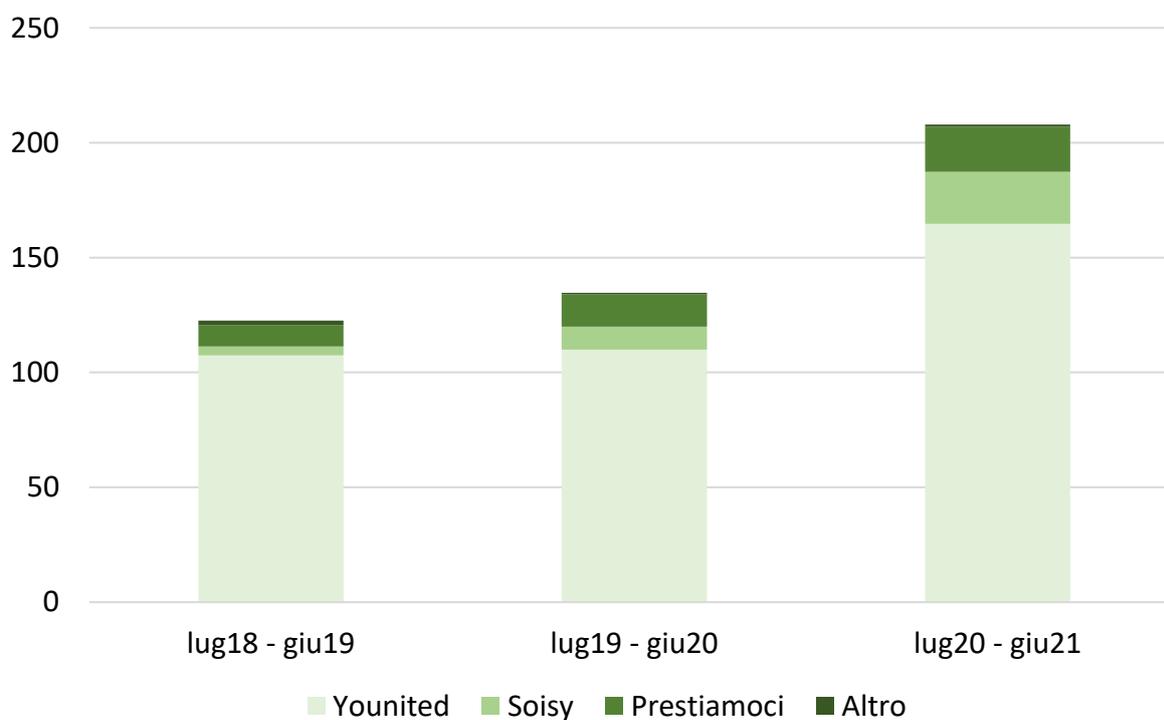
¹⁹ I prestiti concessi a individui hanno importi compresi tra 250 e 30.000 euro (Younited arriva a 50.000 euro); la durata va da un minimo di 3 a un massimo di 84 mesi; i soggetti finanziati devono avere un reddito dimostrabile, non necessariamente da impiego a tempo indeterminato.

Figura 12 – Finanziamenti a imprese immobiliari
(flussi annuali, milioni di euro)



Fonte: Politecnico di Milano.

Figura 13 – Finanziamenti a famiglie
(flussi annuali, milioni di euro)



Fonte: Politecnico di Milano.

3.2 Invoice trading

L'*invoice trading* è uno strumento che permette alle aziende di cedere crediti commerciali a investitori professionali attraverso piattaforme digitali. L'acquirente della fattura eroga all'impresa cedente un anticipo pari a circa il 90 per cento del credito e si impegna a versare il saldo alla scadenza. L'anticipo versato è al netto di interessi e commissioni, che rappresentano rispettivamente la remunerazione dell'investitore che finanzia l'operazione e della piattaforma che mette in comunicazione le parti. Il rischio di insolvenza del debitore è frequentemente in capo agli acquirenti delle fatture (cessione *pro soluto*).

Le piattaforme valutano le caratteristiche dell'impresa che cede le fatture e delle aziende debtrici analizzandone in particolare le condizioni finanziarie, il merito di credito, e le eventuali procedure concorsuali in essere. Il processo di valutazione avviene tramite sistemi innovativi e digitali basati sull'uso di big data e algoritmi. Le fatture selezionate dalle piattaforme sono poi cedute con un meccanismo solitamente ad asta che definisce il prezzo della cessione. Grazie alla digitalizzazione di tutto il processo, rispetto ad altri prodotti simili,²⁰ lo strumento vanta tempi di valutazione e di risposta estremamente rapidi (pochi giorni per ottenere il credito).

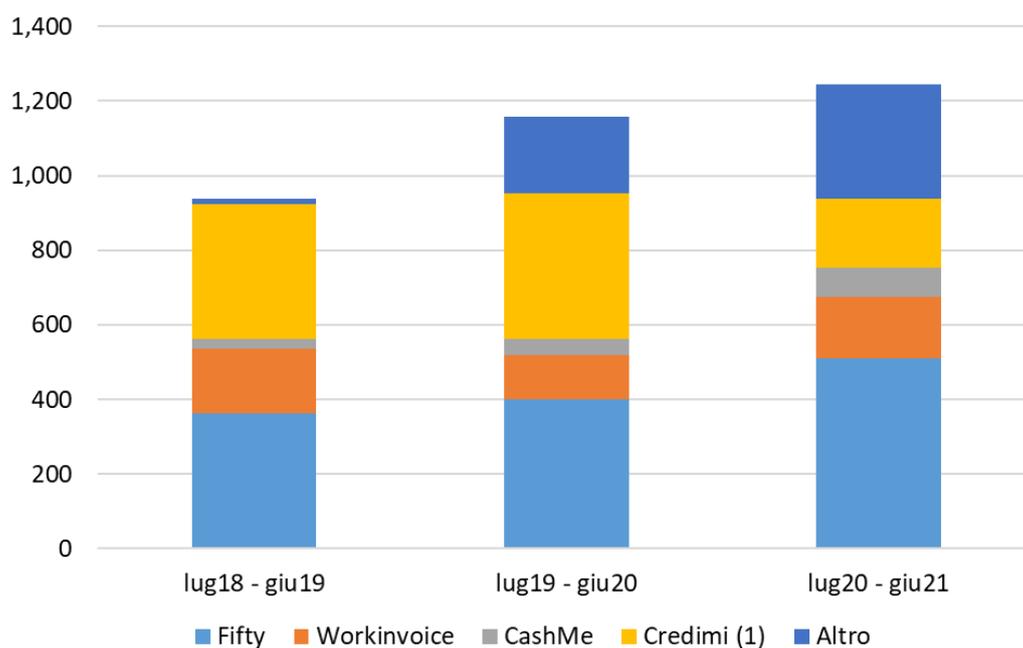
L'*invoice trading* è lo strumento di finanza alternativa più utilizzato dalle piccole e medie imprese (PMI) italiane. Nei dodici mesi terminanti a giugno 2021, il controvalore delle fatture cedute è stato pari a 1,24 miliardi di euro (figura 14); dall'inizio dell'attività di questo mercato il flusso complessivo ha superato i 4 miliardi.²¹ Come visto nella sezione 2, il mercato dell'*invoice trading* italiano è il più importante in Europa. Nel corso del 2021 la crescita si è attenuata poiché Credimi, uno dei principali operatori, è uscita da questo mercato e ha deciso di operare solo nella concessione diretta di prestiti alle imprese.

A metà del 2021 risultavano attive in questo segmento di mercato 12 piattaforme digitali, di cui solo 4 erano operative già nel 2017 e 4 lo sono diventate nei dodici mesi precedenti. Anche questo mercato è molto concentrato: dopo l'uscita di Credimi, nel febbraio 2021, ai due principali operatori, Fifty e Workinvoice, fa capo più della metà dei volumi di finanziamenti.

²⁰ Il tradizionale sconto bancario e il factoring sono prodotti simili all'*invoice trading*, rispetto al quale però presentano anche importanti differenze. In particolare, l'anticipazione del credito nello sconto bancario è sempre salvo buon fine e, sebbene "ogni credito verso terzi" sia ammesso dal codice civile, lo sconto ha generalmente ad oggetto cambiali e non crediti da fatture. La principale differenza con il factoring è che in quest'ultimo è cruciale non tanto l'anticipazione del credito all'impresa cedente quanto il servizio di gestione, contabilizzazione e incasso dei crediti; inoltre, mentre il factoring prevede che l'impresa ceda in massa e in maniera continuativa nel tempo il proprio portafoglio crediti o tutti i crediti nei confronti di un certo cliente a un'unica società specializzata nella loro gestione (factor), l'*invoice trading* non prevede simili impegni da parte dell'impresa cedente.

²¹ Alcune piattaforme non forniscono dati e quindi gli importi sono tendenzialmente inferiori alle dimensioni effettive del mercato.

Figura 14 – Transazioni di *invoice trading*
(flussi annuali, milioni di euro)



Fonte: Politecnico di Milano. (1) Per il periodo luglio 2020 – giugno 2021 i finanziamenti erogati da Credimi sono stimati applicando ai finanziamenti totali del periodo di questa piattaforma (somma di *social lending* e *invoice trading*) la stessa quota di *invoice trading* del periodo precedente.

I modelli di business adottati dalle piattaforme di *invoice trading* sono essenzialmente di due tipi. Nel primo modello, la piattaforma agisce come un *marketplace* che mette in contatto le imprese che cercano un finanziamento con gli investitori; questi ultimi sono contattati singolarmente oppure viene organizzata un’asta. Altre piattaforme operano invece per conto di uno o più investitori per cui realizzano un processo di valutazione delle fatture più mirato (modello diretto). Gli acquirenti delle fatture possono poi cartolarizzare i crediti acquistati anche grazie ad accordi stipulati dalla piattaforma con dei veicoli; la possibilità di poter cartolarizzare i crediti acquistati tramite una piattaforma amplia notevolmente la platea degli investitori finali. Oltre a questi due modelli, alcune piattaforme sono attive nel credito di filiera (*supply chain finance*), dove il ruolo chiave è svolto da imprese di grandi dimensioni che danno la possibilità ai propri fornitori di vedersi anticipare il credito dagli investitori accreditati nella piattaforma (*reverse factoring*).

Per le piattaforme di *invoice trading* che si limitano a mettere in contatto le imprese con gli investitori (nel giugno 2021 tutte quelle operanti in Italia) non è richiesta alcuna autorizzazione particolare per la loro attività. Molte piattaforme hanno tuttavia una licenza come mediatore creditizio e devono quindi soddisfare limitati requisiti in termini di indipendenza e professionalità.²² Soltanto nel caso in cui la piattaforma voglia procedere direttamente all’acquisto delle fatture, essa deve qualificarsi come soggetto autorizzato alla concessione di finanziamenti al pubblico con carattere di

²² I mediatori possono raccogliere richieste di finanziamento e svolgere una prima istruttoria per conto del soggetto finanziatore (articolo 128-sexies TUB). Il TUB esclude che i mediatori svolgano ulteriori attività, se non “connesse e strumentali” alla mediazione (art. 118-sexies (3)). I mediatori creditizi non sono soggetti vigilati dalla Banca d’Italia, ma dall’Organismo Agenti e Mediatori.

professionalità.²³ Gli investitori che acquistano le fatture sono soprattutto fondi di credito, principalmente esteri.

Per quanto riguarda le imprese finanziate, l'*invoice trading* è usato dalle PMI soprattutto per fronteggiare la lentezza dei pagamenti da parte della clientela che caratterizza il nostro paese (Macchiavello, 2019). Alcune piattaforme richiedono che le imprese che cedono le fatture soddisfino determinati criteri di forma giuridica, fatturato e attività. Sebbene le analisi sul tema siano estremamente scarse, sia in Italia sia all'estero, qualche informazione sulle caratteristiche delle imprese è contenuta nelle pubblicazioni del Politecnico di Milano. Dai casi riportati si nota che i profili delle imprese sono piuttosto diversi. Ricorrono all'*invoice trading* imprese con meno di 50 dipendenti, ma anche società molto grandi, con oltre 400 addetti. Le fatture cedute provengono sia da start-up sia da imprese attive da più di 50 anni. Numerose imprese lavorano molto con l'estero, dove i pagamenti sugli acquisti vengono richiesti in modalità anticipata o a 30 giorni, mentre in Italia i tempi medi di pagamento sono più lunghi.²⁴ Per queste imprese la cessione delle fatture rappresenta quindi uno strumento fondamentale per poter disporre della liquidità necessaria a sostenere i costi della fase di avvio di nuove commesse.

3.3 Equity e debt crowdfunding

L'*equity crowdfunding* è stato introdotto in Italia con il D.L. 179/2012, convertito nella Legge 221/2012, con l'obiettivo di fornire uno strumento utile a favorire lo sviluppo delle start-up innovative²⁵ attraverso regole e modalità di finanziamento in grado di sfruttare le potenzialità della rete internet.²⁶ L'ammontare dell'offerta non deve superare gli 8 milioni di euro. Nel 2013 la Consob ha pubblicato il Regolamento che disciplina questa tipologia di attività di raccolta, in particolare le regole di condotta dei gestori dei portali e l'informativa minima da fornire agli investitori, soprattutto sui rischi. Tra le altre cose, il Regolamento stabilisce che una quota pari almeno al 5 per cento²⁷ degli strumenti finanziari offerti deve essere sottoscritta da investitori istituzionali, in modo tale che sia fornito agli investitori non professionali un segnale sulla qualità dell'azienda che offre capitale. Nel 2015 il mercato è stato esteso alle PMI innovative²⁸ e agli OICR che investono in queste imprese, e

²³ L'acquisto di crediti, inclusi i crediti commerciali, a titolo oneroso ricade nella definizione di "concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma", di cui al D.M. 53/2015. Se svolta professionalmente nei confronti di terzi tale attività rientra tra quelle che la legge riserva alle banche e agli intermediari finanziari.

²⁴ In base ai dati dell'Osservatorio dei pagamenti della Cerved, a fine 2021 la quota di imprese italiane che salda entro 30 giorni è poco superiore al 50 per cento; i tempi medi di pagamento concordati sono inferiori a 60 giorni.

²⁵ Piccole società di capitali italiane, costituite da meno di 5 anni e con fatturato inferiore ai 5 milioni di euro, impegnate in settori innovativi e tecnologici o a vocazione sociale, e caratterizzate da un particolare contenuto innovativo (definizione estesa contenuta nel D.L. 179/2012). Questa legge conferiva quindi la possibilità di raccogliere capitali di rischio su piattaforme digitali autorizzate dalla Consob, in deroga alla disciplina sulle offerte pubbliche.

²⁶ In particolare, la raccolta deve essere effettuata attraverso portali internet gestiti da imprese di investimento e banche autorizzate ai relativi servizi di investimento, che hanno comunicato alla Consob lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale (sezione speciale del registro) o da soggetti autorizzati in base a determinati requisiti e iscritti in un apposito elenco tenuto dalla Consob (sezione ordinaria del registro), a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini di sottoscrizione di strumenti finanziari esclusivamente a banche e imprese di investimento.

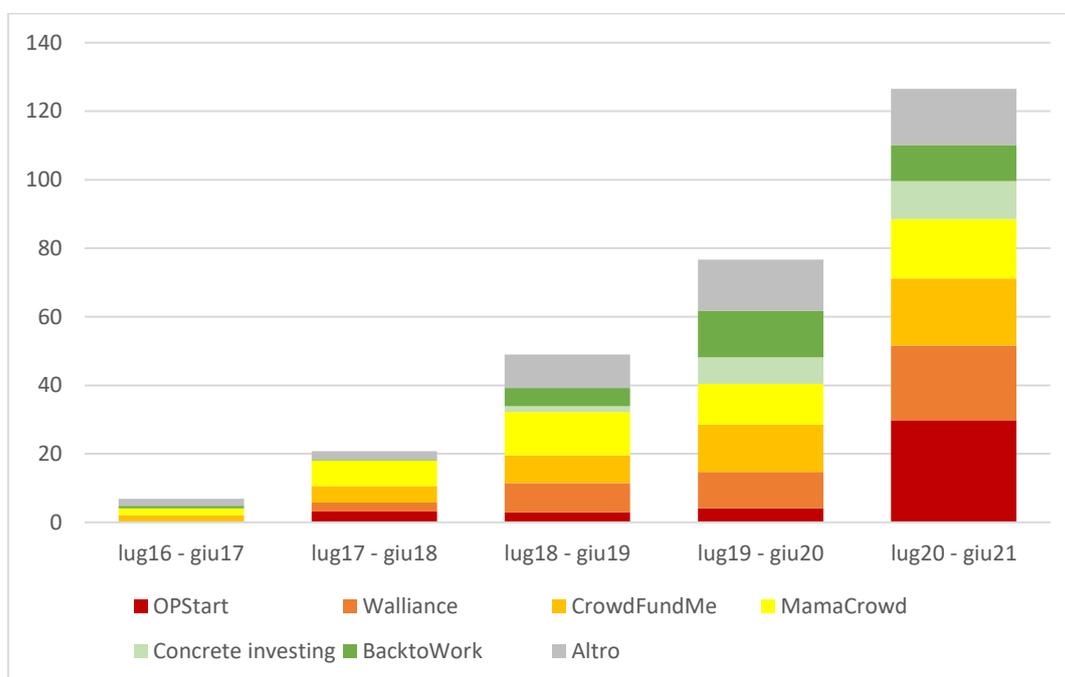
²⁷ Nel 2018 la quota è stata abbassata al 3 per cento per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta.

²⁸ Imprese di piccole-medie dimensioni, con fatturato inferiore ai 50 milioni di euro, che si occupano di innovazione tecnologica e che soddisfano determinati requisiti di innovazione (definizione estesa contenuta nel D.L. 3/2015).

nel 2017 a tutte le PMI.²⁹ La Consob ha successivamente stabilito che i portali possono aprire sezioni dove gli investitori scambiano titoli; nel giugno 2021 solo due piattaforme avevano chiesto l'autorizzazione per questo tipo di attività.

Al 30 giugno 2021 erano 51 le piattaforme autorizzate dalla Consob all'attività di *equity crowdfunding*, sebbene solo 30 avessero già lanciato almeno una campagna. La maggior parte di esse sono generaliste, mentre alcune si sono specializzate in specifici comparti, in particolare nel settore immobiliare ed energetico. Quasi tutti i portali rendono disponibili le informazioni di ciascuna campagna all'intera platea di investitori; in alcuni casi viene scelto un modello diverso secondo il quale solamente alcuni investitori selezionati possono visualizzare le campagne oppure avere accesso ai dati dettagliati su di esse.

Figura 15 – Finanziamenti tramite sottoscrizione di capitale delle imprese
(flussi annuali, milioni di euro)



Fonte: Politecnico di Milano.

Il mercato ha seguito una crescita consistente negli scorsi anni, fino a raggiungere il valore di 128 milioni di finanziamenti tramite sottoscrizione di capitale nel periodo fra luglio 2020 e giugno 2021 (figura 15). Il numero di campagne e il tasso di successo sono anch'essi in aumento: il 2020 ha visto il record storico di 209 progetti di cui 163 chiusi con successo (78 per cento); dal 2012 le campagne chiuse con successo sono state 588 (76 per cento del totale). Anche questo mercato è molto concentrato, con le prime cinque piattaforme che hanno rappresentato il 79 per cento dell'ammontare finanziato fra luglio 2020 e giugno 2021.

Il target medio di raccolta di capitale per le offerte di società non immobiliari è di 190.000 euro, mentre per quelle immobiliari è di 900.000 euro. La quota del capitale offerta in cambio del denaro raccolto è in media pari al 9,2 per cento (per le società non immobiliari); l'*equity retention* da

²⁹ L'estensione è avvenuta con la legge di Stabilità 2017 (legge 232/2016).

parte dell'azienda è identificato come segnale di qualità e fattore di successo della campagna in diversi lavori relativi al Regno Unito e agli Stati Uniti (Rossi et al, 2021). L'importo minimo di investimento può essere molto basso: la quota più ampia delle campagne di raccolta lo fissa tra 100 e 500 euro. Nella maggior parte delle campagne il tipo di titolo offerto e i privilegi a esso connessi, fra cui il diritto di voto, variano in base all'ammontare investito. L'importo medio della sottoscrizione è di poco inferiore a 4.000 euro per le persone fisiche e a 30.000 euro per quelle giuridiche. La grande maggioranza degli investitori ha scelto solo una campagna: spesso si tratta di individui che conoscono personalmente l'imprenditore. Ogni campagna è sostenuta in media da circa 100 investitori.

Il mercato è ancora dominato dalla raccolta delle start-up innovative (68 per cento di quelle che hanno lanciato una campagna), ma si stanno affacciando anche altre tipologie di imprese. La grande maggioranza di esse appartiene ai comparti dei servizi di informazione e comunicazione e delle attività professionali e scientifiche. Sono imprese molto giovani, con un'età mediana di 2 anni, e molto piccole, con un fatturato mediano di circa 10.000 euro (escludendo le società immobiliari). Gran parte delle aziende che hanno lanciato almeno una campagna di raccolta (il 65 per cento di quelle il cui bilancio è disponibile) opera in perdita. Infine, nel 93 per cento dei casi la crescita del fatturato nell'anno successivo alla chiusura della campagna è inferiore ai target definiti nei business plan. Va comunque ricordato che trattandosi di start-up questi numeri sono in linea con il quadro generale di questa tipologia di attività, nella quale molte imprese hanno difficoltà a conseguire i risultati sperati e, in alcuni casi, non riescono a sopravvivere.

Per quanto riguarda le imprese che usano queste piattaforme negli altri paesi, si fa riferimento al Regno Unito dove l'*equity crowdfunding* è regolamentato da tempo e il mercato è molto sviluppato e concentrato (vi sono tre grandi piattaforme). In un recente lavoro, si evidenzia una sorta di *matching*: le imprese più grandi, mature e con brevetti sono finanziate da una piattaforma sostenuta da investitori professionali; le imprese più giovani e meno strutturate si finanziano sulle due piattaforme di *crowd* (Rossi et al, 2021). Altri lavori, analizzati in una survey della letteratura relativa all'*equity crowdfunding* nei mercati inglese e americano, evidenziano come le piattaforme di *equity* siano una risorsa fondamentale per giovani imprese, soprattutto con alto potenziale innovativo, che incontrano difficoltà a raccogliere capitale o finanziamenti da intermediari tradizionali; per molte di queste imprese la piattaforma è l'ultima chance per finanziare la loro attività (Coakley e Lazos, 2021).

L'apertura alla raccolta tramite sottoscrizione di minibond è molto recente:³⁰ dei 37 collocamenti realizzati prima del 30 giugno 2021, ben 34 erano avvenuti negli ultimi 12 mesi, per un controvalore di circa 25 milioni complessivi. Solamente tre piattaforme sono state autorizzate a svolgere questo tipo di attività, la più attiva delle quali è Fundera, seguita da CrowdFundMe e OPStart. Diversamente dalla sottoscrizione di quote di capitale, l'investimento in minibond da parte di investitori individuali è soggetto a requisiti stringenti.³¹

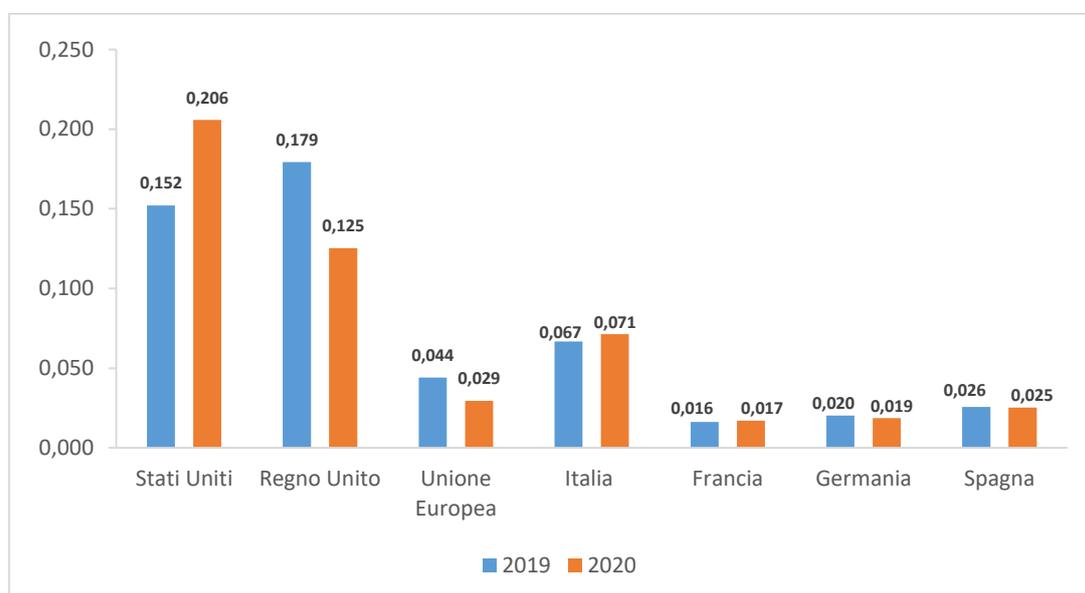
³⁰ Legge di Bilancio 2019 (legge 145/2018).

³¹ Sono ammessi alla sottoscrizione di minibond anche investitori non professionali con 1) un portafoglio complessivo di strumenti finanziari pari ad almeno 250.000 euro oppure 2) che si impegnino a investire almeno 100.000 euro in un'offerta e che dichiarino per iscritto di essere consapevoli dei rischi connessi con l'impegno o con l'investimento previsto oppure 3) che effettuino l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

4. Considerazioni conclusive e implicazioni per la stabilità finanziaria

I ritmi di crescita dell'attività delle piattaforme Fintech sono stati molto elevati negli scorsi anni; nonostante ciò, esse costituiscono in tutto il mondo, inclusi Regno Unito e Stati Uniti, una parte ancora piccola del sistema finanziario (Berg et al, 2021; Beck et al, 2022). Nel 2020 i prestiti delle piattaforme Fintech rappresentavano lo 0,21 per cento del credito in essere erogato dal settore finanziario negli Stati Uniti, lo 0,13 per cento nel Regno Unito, lo 0,03 per cento nell'Unione Europea, lo 0,07 per cento in Italia (figura 16).³²

Figura 16 - Incidenza dei prestiti delle piattaforme Fintech sui prestiti del settore finanziario
(valori percentuali)



Fonte: nostre elaborazioni su dati BIS e CCAF. Al numeratore vi sono le erogazioni di prestiti tramite le piattaforme (CCAF); a denominatore le consistenze dei prestiti concessi sia da banche sia da intermediari finanziari non bancari (BIS).

La rilevanza delle piattaforme Fintech dal punto di vista dell'allocazione del capitale e della stabilità finanziaria dipenderà da come esse evolveranno, in particolare se continueranno a occupare posizioni di nicchia oppure se saranno in grado di svolgere un ruolo di maggiore rilievo in alcuni segmenti di mercato.

Il potenziale di crescita delle piattaforme Fintech, in particolare di quelle di prestito, e le implicazioni per la stabilità finanziaria sono legati anche all'aumento del peso degli investitori

³² I dati utilizzati nella figura 16 confrontano le erogazioni di prestiti delle piattaforme con le consistenze di prestiti relative a tutto il sistema finanziario poiché non è semplice trovare dati confrontabili sulle erogazioni di banche e di altri intermediari finanziari. Abbiamo stimato la quota delle erogazioni dei prestiti delle piattaforme solo sui nuovi prestiti bancari alle imprese di piccole e medie dimensioni, tratti sia dalla pubblicazione OECD *Financing SMEs and Entrepreneurs* (2022) sia dai dati MIR sui tassi di interesse bancari che riportano anche i flussi di attività: nei principali paesi europei la quota dei prestiti delle piattaforme aumenta, ma rimane molto contenuta (inferiore all'1 per cento), con l'esclusione del Regno Unito per cui la quota è più elevata (superiore al 5 per cento); incidenze inferiori all'1 per cento per i principali paesi della Unione Europea sono riportate anche nel rapporto dell'European Banking Authority (2022).

istituzionali sui finanziamenti concessi attraverso portali, una tendenza che si osserva in Italia come nel resto del mondo. Un aspetto da considerare, in particolare, è la stabilità della raccolta delle piattaforme presso intermediari finanziari non bancari, che in tempi di crisi può risultare particolarmente volatile, con ripercussioni negative sull'attività di prestito delle stesse (Ben-David et al, 2021).

Un elemento collegato all'espansione del mondo delle piattaforme riguarda, più in generale, i rapporti tra gli operatori Fintech e gli intermediari finanziari tradizionali: in Italia una parte rilevante degli investimenti nelle tecnologie digitali degli intermediari finanziari tradizionali, bancari e non, sta avvenendo indirettamente attraverso accordi di partnership con piattaforme Fintech o acquisizione di partecipazioni nel capitale di queste ultime (Banca d'Italia, 2021);³³ questa tendenza riguarda anche altri paesi (Beck et al, 2022).³⁴

La rapidità nella concessione dei prestiti sembra essere il vantaggio competitivo più rilevante delle piattaforme (Berg et al, 2021). Questo tratto può tuttavia riflettersi in valutazioni poco accurate, con effetti negativi sulla qualità del credito concesso. Il rischio di un mancato allineamento degli incentivi tra piattaforma e finanziatori è più elevato quando la struttura delle commissioni richieste dalla piattaforma è sbilanciata verso quelle di concessione del prestito. In questa situazione, le piattaforme che non si assumono il rischio di credito hanno un incentivo ad accrescere il volume dei prestiti, anche attenuando gli standard di selezione e di valutazione della clientela (EBA, 2022). I dati del rapporto del CCAF indicano che, a livello globale, meno della metà dell'attività di prestito è riconducibile a piattaforme che, assumendosene il rischio di credito, iscrivono a bilancio almeno una parte dei finanziamenti (*balance-sheet platform*).

In Italia la regolamentazione e la vigilanza delle piattaforme rispettano il principio del *same risk, same rule*: se le piattaforme partecipano alla concessione dei finanziamenti devono essere autorizzate a farlo. A livello internazionale è aperto il dibattito sulla necessità di adottare in tutti i paesi un *level playing field*, così da evitare arbitraggi regolamentari.³⁵

A fini di stabilità finanziaria assume infine rilevanza il tema delle limitate informazioni e della scarsa trasparenza sull'attività delle piattaforme, e quindi della necessità di disporre di dati ufficiali e confrontabili tra paesi. Il Regolamento UE del 2020 sull'*equity crowdfunding* e sui prestiti per finalità professionali (*European Crowdfunding Service Providers, ECSP*) dovrebbe consentire alle autorità competenti di avere informazioni sui flussi intermediati da queste piattaforme. Rimangono tuttavia al

³³ La rilevazione si riferisce al primo semestre del 2021 e ha coinvolto l'intero sistema bancario, composto da 59 gruppi bancari e 53 banche non appartenenti a gruppi, e 51 intermediari non bancari. Il 46 per cento degli intermediari ha stretto almeno un accordo di collaborazione. Gli accordi di partnership con società Fintech sono 330, riferibili a 199 imprese; i rapporti tra imprese e intermediari sono quasi sempre esclusivi. Le partecipazioni in imprese Fintech ammontano a 204 milioni di euro e sono riferibili a 28 intermediari.

³⁴ Nel Rapporto ESRB (Beck et al, 2022) si legge che sebbene inizialmente le banche considerassero le piattaforme Fintech come concorrenti, sempre più spesso oggi esse sono viste come complementi: le banche investono in piattaforme Fintech e offrono loro degli *accelerator hubs*. In un lavoro che analizza 78 paesi, Hodula (2021) trova che nei settori bancari meno concentrati, più liquidi e stabili, banche e operatori Fintech tendono a essere più facilmente complementari (con le piattaforme che hanno clienti diversi da quelli delle banche tradizionali); le piattaforme Fintech tendono a divenire sostituti delle banche in paesi dove il settore bancario è meno stabile e molto concentrato. Dal punto di vista bancario, risulta vantaggioso acquisire soluzioni Fintech nella forma di start-up, piuttosto che sviluppare propri prodotti, poiché l'attività innovativa spesso richiede una cultura differente rispetto a quella che prevale nelle grandi organizzazioni consolidate.

³⁵ In particolare, l'EBA ha definito una serie di proposte per rendere più stringente la regolamentazione e la supervisione degli intermediari finanziari non bancari (EBA, 2022).

momento escluse dal Regolamento e dalla raccolta di dati le attività di *invoice trading* e di *consumer lending*, così come quelle delle piattaforme che erogano direttamente i prestiti.³⁶

³⁶ Il recepimento del Regolamento Europeo in Italia non è ancora avvenuto; le autorità competenti dovrebbero essere Banca d'Italia e Consob.

Riferimenti bibliografici

- Banca d'Italia (2021). Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano.
- Beck, T., Cecchetti, S. G., Grothe, M., Kemp, M., Pelizzon, L., & Sánchez Serrano, A. (2022). Will video kill the radio star? Digitalisation and the future of banking. Digitalisation and the Future of Banking (January 1, 2022). ESRB: Advisory Scientific Committee Reports, 12.
- Ben-David, I., Johnson, M. J., & Stulz, R. M. (2021). Why Did Small Business Fintech Lending Dry Up During March 2020? (No. w29205). National Bureau of Economic Research.
- Berg, T., Fuster, A., & Puri, M. (2021). FinTech Lending (No. w29421). National Bureau of Economic Research.
- Branzoli, N., & Supino, I. (2020). Fintech credit: A critical review of empirical research literature. Bank of Italy Occasional Paper, (549).
- Chen, D., Kavuri, A. S., & Milne, A. (2021). Growing pains: The changing regulation of alternative lending platforms. In *The Palgrave Handbook of Technological Finance* (pp. 441-475). Palgrave Macmillan, Cham.
- Coakley, J., & Lazos, A. (2021). New developments in equity crowdfunding: A review. *Review of Corporate Finance*, 1(3-4), 341-405.
- Cornelli, G., Frost, J., Gambacorta, L., Rau, P. R., Wardrop, R., & Ziegler, T. (2020). Fintech and big tech credit: a new database. BIS Working Paper, n.887.
- De Roure, C., Pelizzon, L., & Thakor, A. (2022). P2P lenders versus banks: Cream skimming or bottom fishing?. *The Review of Corporate Finance Studies*, 11(2), 213-262.
- Di Maggio, M., & Yao, V. (2021). FinTech borrowers: Lax screening or cream-skimming?. *The Review of Financial Studies*, 34(10), 4565-4618.
- Ding, C., Kavuri, A. S., & Milne, A. (2021). Lessons from the rise and fall of Chinese peer-to-peer lending. *Journal of Banking Regulation*, 22(2), 133-143.
- European Banking Authority (2022), Final Report on response to the non-bank lending request from the CfA on Digital Finance.
- Financial Stability Board, Bank of International Settlements - CGFS (2017), "Fintech Credit. Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications".
- Fuster, A., Plosser, M., Schnabl, P., & Vickery, J. (2019). The role of technology in mortgage lending. *The Review of Financial Studies*, 32(5), 1854-1899.
- Hodula, M. (2021). Does Fintech credit substitute for traditional credit? Evidence from 78 countries. *Finance Research Letters*, 102469.
- Macchiavello, E. (2019). La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L'inesplorato caso dell'*invoice trading*. *Banca Impresa Società*, 38(3), 497-534.
- OECD (2022), Financing SMEs and Entrepreneurs.

Politecnico di Milano (2017a) - 2° Report italiano sul CrowdInvesting

Politecnico di Milano (2018a) - 3° Report italiano sul CrowdInvesting

Politecnico di Milano (2018b) - La finanza alternativa per le PMI in Italia, quaderno di ricerca

Politecnico di Milano (2019a) - 4° Report italiano sul CrowdInvesting

Politecnico di Milano (2019b) - La finanza alternativa per le PMI in Italia, 2° quaderno di ricerca

Politecnico di Milano (2020a) - 5° Report italiano sul CrowdInvesting

Politecnico di Milano (2020b) - La finanza alternativa per le PMI in Italia, 3° quaderno di ricerca

Politecnico di Milano (2021a) - 6° Report italiano sul CrowdInvesting

Politecnico di Milano (2021b) - La finanza alternativa per le PMI in Italia, 4° quaderno di ricerca

Rossi, A., Vanacker, T. R., & Vismara, S. (2021). Equity crowdfunding: New evidence from US and UK markets. *Review of Corporate Finance*, 1(3-4), 407-453

Ziegler, T., Shneor, R., Wenzlaff, K., Suresh, K., de Camargo Paes, F. F., Mammadova, L., Wanga, C., Kekre, N., Mutinda, S., Wang, B. W., Closs, C. L., Zhang, B., Forbes, H., Soki, E., Alam, N., Knaup, C. (2021). *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance

Appendice

Tabella A1 – Modelli di business delle piattaforme di finanza alternativa, Cambridge Centre for Alternative Finance

Macroarea	Modelli di business	Descrizione
Debt-based models	P2P/Marketplace Consumer Lending	Individuals or institutional funders provide a loan to a consumer borrower, commonly ascribed to off-balance sheet lending.
	P2P/Marketplace Business Lending	Individuals or institutional funders provide a loan to a business borrower, commonly ascribed to off-balance sheet lending.
	P2P/Marketplace Property Lending	Individuals or institutional funders provide a loan, secured against a property, to a consumer or business borrower, commonly ascribed to off-balance sheet lending.
	Balance Sheet Consumer Lending	The platform entity provides a loan directly to a consumer borrower, ascribed to on-balance sheet non-bank lending.
	Balance Sheet Business Lending	The platform entity provides a loan directly to the business borrower, ascribed to on-balance sheet non-bank lending.
	Balance Sheet Property Lending	The platform entity provides a loan, secured against a property, directly to a consumer or business borrower, ascribed to on-balance sheet nonbank lending.
	Invoice Trading	Individuals or institutional funders purchase invoices or receivables from a business at a discount.
	Debt-based Securities	Individuals or institutional funders purchase debt-based securities, typically a bond or debenture, at a fixed interest rate.
	Mini- bonds	Individuals or institutions purchase securities from companies in the form of an unsecured bond which is 'mini' because the issue size is much smaller than the minimum issue amount needed for a bond issued in institutional capital markets.
	Consumer Purchase Finance/ BNPL	A buy now/pay later payment facilitator or Store Credit solution,
Equity-based models	Equity-based Crowdfunding	Individuals or institutional funders purchase equity issued by a company.
	Real Estate Crowdfunding	Individuals or institutional funders provide equity or subordinated debt financing for real estate.
	Revenue/Profit Sharing	Individuals or institutions purchase securities from a company, such as shares or bonds, and share in the profits or royalties of the business.
Non-Investment-based models	Reward-based Crowdfunding	Backers provide funding to individuals, projects or companies in exchange for non-monetary rewards or products.
	Donation-based Crowdfunding	Donors provide funding to individuals, projects or companies based on philanthropic or civic motivations with no expectation of monetary or material.
	Crowd-led Microfinance	Interests and/or other profits are re-invested (forgoing the interest by donating) or provides microcredit at lower rates.