Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Sviluppo Economico e dell'Impresa
Curriculum Imprenditorialità e Finanza

Tesi di Laurea

Ca' Foscari
Dorsoduro 3246
30123 Venezia

Peer to Peer Lending: Intermediazione Finanziaria Online

Relatrice
Ch.ma Prof.ssa Diana Barro

Laureanda
Silvia Zanetti
Matricola 837978

Anno Accademico
2015/2016

Indice

Introduzione 3

Capitolo I - Il Peer to Peer Lending 5

1.1 Introduzione 6

1.2 La Finanza Alternativa Online e il Peer to Peer Lending 8

1.3 Come funziona il Peer to Peer Lending 15

1.3.1 Il modello di business, caso Smartika 20

1.4 Regolamentazione 24

1.5 Settore finanziario ed espansione del mercato del Peer to Peer Lending 27

1.5.1 Determinanti della crescita del Peer to Peer Lending 28

1.6 Piattaforme di Peer to Peer Lending e Istituti di credito 35

Capitolo II - Intermediari finanziari 39

2.1 Ruolo degli intermediari finanziari 40

2.1.1 Intermediari nella finanza diretta 42

2.1.2 Intermediari nella finanza indiretta 45

2.2 Perché esistono le banche ? 46

2.2.1Asimmetria informativa nel mercato del credito 47

2.2.2 Meccanismi di riduzione dell'asimmetria informativa 50

2.3 Razionamento del credito e Peer to Peer Lending 53

2.4 Tassi d'interesse, rischio e rendimento 56

Capitolo III - Le piattaforme di Peer to Peer Lending agiscono come intermediari? 61

3.1 Peer to Peer Lending e disintermediazione 62

3.2 Screening, informazioni soft per ridurre la selezione avversa 62

3.3 Azzardo morale: peer monitoring e legami sociali 69

3.4 Tassi d'interesse, rischio e rendimenti 71

3.5 Le piattaforme sono intermediari? 76

3.6 La crisi del sistema bancario, banche e piattaforme di Peer to Peer Lending sono concorrenti? 80

Capitolo IV - Analisi dell'ecosistema italiano e inglese del Peer to Peer Lending 83

4.1 Gran Bretagna e Italia 84

4.2 Ecosistema della piattaforme in Gran Bretagna e in Italia 89

4.3 Dimensione e struttura del mercato inglese e italiano 95

4.4 Crescita del mercato inglese e italiano 102

4.5 Stima del valore potenziale del mercato del Peer to Peer Lending in Italia 107

4.6 Prestatori, richiedenti e tassi d'interesse 109

Interviste 113

Conclusioni 117

Riferimenti Bibliografici 119

Sitografia 125

Introduzione

I servizi finanziari digitali, che nel loro insieme costituiscono l'industria del Fintech, attualmente sono in forte espansione, una crescita resa possibile dalla tecnologia e spinta dalla crisi finanziaria. All'interno del settore del Fintech si sono sviluppati modelli di business per erogare diversi servizi in ambito finanziario, uno di questi è rappresentato dalle piattaforme di Peer to Peer Lending. Questo lavoro si concentra sulla modalità di finanziamento e investimento offerte da piattaforme online e rappresenta la coerente conclusione di un percorso di studi durante il quale ho avuto l'opportunità di approfondire in particolar modo le modalità di finanziamento alternative[1] per lo sviluppo di imprese e start-ups come fondi di Private Equity, Venture Capital e incubatori. Lo sviluppo del settore della finanza alternativa online nel suo complesso negli ultimi anni, viene monitorata da alcune organizzazioni come il Centro per la Finanza Alternativa dell'Università di Cambridge e dallo IOSCO Research Department. In Gran Bretagna, culla del Peer to Peer Lending, la P2P Finance Association raggruppa le principali piattaforme del mercato del Peer to Peer Lending e ne registra la crescita. In Italia il mercato è ancora agli albori, da Aprile del 2016 esiste un piattaforma[2], P2P Lending Italia, che si prefigge l'obiettivo di monitorare la crescita e diffondere la cultura del Peer to Peer Lending per facilitarne la diffusione anche nel nostro paese. Tutto questo testimonia il crescente interesse per il settore sia nel mondo del business e degli investimenti, che a livello accademico.

Il lavoro è strutturato come segue: nel primo capitolo si analizza l'innovativo modello di business delle piattaforme di Peer to Peer Lending e si fa un excursus sulle ragioni della crescita di queste alla luce dello sviluppo del settore della finanza alternativa online. Sono rilevanti le questioni relative ai meccanismi di selezione dei richiedenti prestiti, come avviene l'attività di pricing dei prestiti, com'è valutata l'affidabilità creditizia e il rischio di credito dei richiedenti. Le piattaforme svolgono tali attività in modo efficace? I rischi calcolati e attribuiti tramite le piattaforme corrispondono ai rischi reali? Quali sono i rendimenti per ogni categoria di rischio? Il rischio è compensato da un adeguato rendimento? La letteratura in

---

[1] Al di fuori dei finanziamenti bancari e dei mercati regolamentati.

[2] Non è una piattaforma di P2P Lending, svolge la funzione di raccogliere dati sulle piattaforme italiane con il fine di definire e sviluppare l'ecosistema delle piattaforme di P2P Lending Italiano e accorciare le distanze rispetto al mercato britannico.

materia di Peer to Peer Lending cerca di rispondere a queste domande con lo scopo di capire se le piattaforme abbiano la capacità di ridurre l'asimmetria informativa. Analizziamo questi aspetti nel terzo capitolo, dopo avere approfondito i modelli teorici dell'economia bancaria. Questo approfondimento costituisce la premessa per l'analisi della letteratura del Peer to Peer Lending che si concentra sul ruolo delle reti sociali e dei gruppi nella riduzione dei problemi di informazione nei processi di erogazione del credito. Inoltre facendo riferimento ai modelli teorici sull'economia bancaria è possibile capire meglio i meccanismi che hanno portato alla creazione e allo sviluppo delle piattaforme. Il fenomeno del razionamento del credito[3] ad esempio, aggravato dalla crisi finanziaria, è alla base della creazione di uno spazio di mercato inesplorato, che le banche non hanno interesse a soddisfare, ma che costituisce mercato profittevole per modelli di business alternativi, come le piattaforme di Peer to Peer Lending.

Infine viene presentata un'analisi dell'ecosistema delle piattaforme nel marcato britannico e in quello italiano. L'ambizione del lavoro è quella di fornire un' analisi del settore in Italia e in Gran Bretagna per mettere in evidenza, le potenzialità del mercato nel nostro paese, sia per nuovi operatori che vogliano entrare nel settore sia come alternativa di finanziamento per le PMI. L'obiettivo è eleborare un prospetto che permetta a investitori, richiedenti prestiti, soggetti che intendono entrare nel mercato, di avere un quadro chiaro dell'ecosistema delle piattaforme di Peer to Peer Lending, sia dal punto di vista quantitativo che nella valutazione di rischi e opportunità. Al fine di svolgere questa analisi sono stati elaborati sia dati reperibili online, direttamente dai siti delle piattaforme, che dati ricavati tramite P2P Lending Italia, grazie alla collaborazione di Roberto Condulmari e Edoardo Matarrese. I due fondatori della piattaforma si sono resi disponibili per un'intervista nella sede di Lugano per discutere della situazione attuale e delle prospettive future del settore e mi hanno fornito supporto nella fase di reperimento dei dati . Nella fase di ricerca dei dati, inoltre, ho contattato nove piattaforme inglesi, tre italiane e altri operatori del settore: Altfi, Orchard, P2P Finance Association. Alle singole piattaforme da cui è stato ottenuto un primo feedback è stata sottoposta un'intervista (disponibili nella sezione Interviste, p. 113 della Tesi).

[3] La teoria bancaria parla di razionamento del credito per spiegare il fenomeno per cui nel mercato del credito bancario in equilibrio, la domanda di prestiti eccede l'offerta.

Capitolo I

Il Peer to Peer Lending

1.1 Introduzione - 1.2 La Finanza Alternativa Online e il Peer to Peer Lending - 1.3 Come funziona il Peer to Peer Lending – 1.3.1 Il modello di business, caso Smartika - 1.4 Regolamentazione - 1.5 Settore finanziario ed espansione del mercato del Peer to Peer Lending - 1.5.1 Determinanti della crescita del mercato del Peer to Peer Lending - 1.6 Piattaforme di Peer to Peer Lending e Istituti di Credito

1.1 Introduzione

Pensiamo a piattaforme come Netflix per i film, Spotify per la musica, eBay e Amazon per la vendita e l'acquisto di beni fisici, Wikipedia per quanto riguarda l'informazione, Uber per i trasporti; la trasformazione avvenuta negli ultimi anni è evidente a tutti nei settori dell'intrattenimento, del "retail", dei trasporti e dell'informazione. Il processo di digitalizzazione, ha stravolto le strategie competitive, creando nuovi mercati e nuove possibilità di business in tutti i settori. Come tale cambiamento stia coinvolgendo il settore finanziario e che possibilità possa aprire nel futuro è il punto di partenza del nostro studio. Con il termine "Peer to Peer" si intende il processo di interazione tra due parti senza l'intervento di un terzo soggetto che funge da intermediario. L'espressione ha origine in ambito informatico, Internet stesso è un "Peer to Peer Network".

Il Peer to Peer Lending (People to People Lending, Social Lending o Marketplace Lending[4]) applica il concetto di "Peer to Peer" al settore finanziario online. In particolare, come suggerisce la più grande piattaforma italiana, Smartika, rende possibile l'erogazione del credito tramite "un canale alternativo che consente il prestito diretto tra richiedenti e prestatori, si basa sulla creazione di una comunità nella quale i richiedenti (coloro che richiedono un prestito) e i prestatori (coloro che investono il proprio denaro prestandolo ad altri) possono interagire direttamente tra loro, senza ricorrere ad intermediari finanziari tradizionali." [5]

Le piattaforme online mettono in connessione investitori e soggetti che ricercano finanziamenti, molto spesso questi ultimi non hanno la possibilità di accedere ai sistemi tradizionali di accesso al credito, mentre i primi ricercano modalità alternative di investimento. Le prime piattaforme a nascere sono state Zopa in Gran Bretagna e Prosper negli Stati Uniti, rispettivamente nel 2005 e nel 2006. Uno dei due fondatori di Prosper, Chris

---

[4] Termini usati spesso come sinonimi, anche se Marketplace Lending viene spesso utilizzato quando sono coinvolti per lo più investitori istituzionali o quando ci ci rivolge a questi. Il termine Peer to Peer Lending è, in generale, più utilizzato, e sottolinea il concetto dei prestiti diretti tra individui e la disintermediazione. Solitamente quando le piattaforme crescono iniziano ad attrarre investitori istituzionali, questo, in generale, sarà il trend per il futuro anche per le piattaforme italiane secondo Roberto Condulmari, fondatore di P2P Lending Italia. Tale distinzione può essere applicata quindi solo ai primi stadi di sviluppo della piattaforma.

[5] Definizione data da Smartika, principale piattaforma di Peer to Peer Lending in Italia, disponibile al seguente link https://www.smartika.it/it/chi-siamo/scopri-il-social-lending-il-prestito-tra-privati.html , 10 Gennaio 2017.

Larsen, descriveva l'azienda come l'eBay del credito ("eBay of Money") quando doveva descrivere il modello di business, come riportano Greiner e Wang (2011).
Lo sviluppo del Peer to Peer Lending è stato principalmente incoraggiato dalla crisi che ha coinvolto il settore finanziario statunitense ed europeo nel 2008. Le insolvenze maturate nel settore dei mutui subprime, infatti, insieme ai requisiti patrimoniali più stringenti introdotti da Basilea III hanno causato il fenomeno del "credit crunch" da parte delle banche nei confronti di imprese e consumatori, cioè la contrazione dell'erogazione del credito.

Negli ultimi anni un ampio spettro di piattaforme sono emerse in risposta alla necessità di finanziamenti; diverse sono le tipologie e i modelli di business delle piattaforme che fanno parte dell'industria della tecnologia finanziaria (Fintech)[6] e del settore della finanza alternativa. Le piattaforme di Peer to Peer Lending sono uno di questi innovativi modelli di business; l'interesse globale in questo settore è in continua crescita. Il grafico 1.1 rappresenta la crescita dell'interesse a livello mondiale nel Peer to Peer Lending dal 2005, quando è nato, fino ad oggi, misurato tramite le ricerche su Google del termine "Peer to Peer Lending". Google Trends fornisce dati riguardanti le ricerche di qualsiasi termine; i dati sono normalizzati a 100, cioè con il valore 100 si rappresenta il momento in cui il termine ha raggiunto il maggior numero di ricerche, ad Aprile 2016, nel nostro caso, e tutti gli altri valori sono calcolati in relazione a questo.

[6] Segmento del settore finanziario, in sostanza si tratta della digitalizzazione dei servizi finanziari.

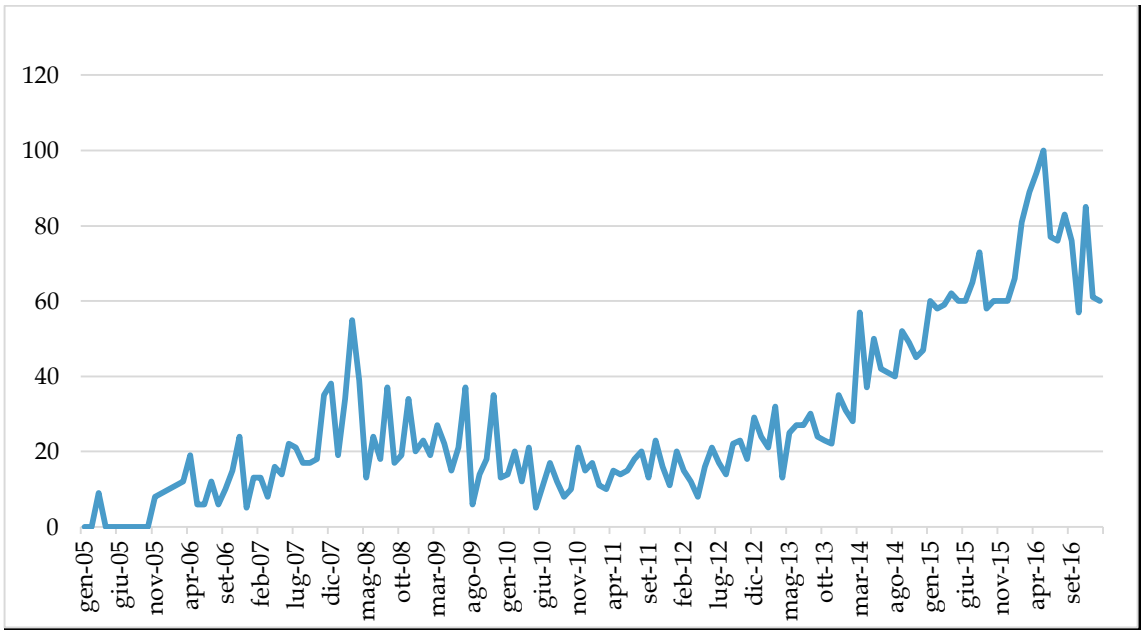

Grafico 1.1: Trend di crescita dell'interesse nel Peer to Peer Lending da Gennaio 2005 a Gennaio 2017 a livello mondiale. Fonte: Elaborazione personale da Google Trends, dati al 4/01/2016.

1.2 La Finanza Alternativa Online e il Peer to Peer Lending

Il settore della finanza alternativa oggigiorno è in costante crescita e mutamento, per questa ragione definirlo e fornire un quadro completo del panorama esistente non è un compito semplice. Non esiste una definizione tecnica di finanza alternativa riscontrabile nella letteratura o nella legislazione, ma è un termine universalmente riconosciuto per riferirsi a tutte le modalità di finanziamento e investimento che non rientrano nella finanza tradizionale a cui appartengono invece banche e mercati regolamentati[7]. Allen et al. (2012) definiscono i canali della finanza alternativa "as all the non-market, non-bank sources, including internal finance (e.g., retained earnings) and alternative, external finance". [8]

[7] Nel nostro lavoro non consideriamo i fondi di Private Equity e Venture Capital poichè questi investono nel capitale di rischio di imprese con il fine di portarle alla quotazione e ci concentriamo inoltre sul mercato della finanza alternativa online. Inizialmente, con il termine finanza alternativa, si faceva riferimento alle varie forme di microcredito e modalità di finanzimento di progetti no-profit, oggi con lo sviluppo dell'industria Fintech si fa riferimento a strumenti alternativi di finanziamento abilitati dalla tecnologia.

[8] Allen et al., (2012) pag. 2.

Gli strumenti finanziari e i canali alternativi della finanza hanno potuto svilupparsi grazie a internet, offrendo credito a PMI, individui, start-ups o progetti sociali e hanno incrementato l'innovazione nel settore finanziario. Il mercato è in forte crescita, ma esistono poche analisi che cercano di tracciare l'evoluzione del settore e i dati sono limitati a livello aggregato. Sia in Europa che negli Stati Uniti, la crescita è esponenziale, ma anche molto recente. Per quanto riguarda il mercato europeo, negli ultimi due anni, sono stati elaborati alcuni studi da parte del Centro per la Finanza Alternativa dell'Università di Cambridge, che cercano di fornire un quadro generale sulla rapida crescia del settore. Di seguito riportiamo ciò che è emerso dalle analisi della crescita del settore della finanza alternativa online, svolte dal Centro per la Finanza Alternativa dell'Università di Cambridge[9]. Ai fini del nostro lavoro per poter analizzare la crescita del mercato del Peer to Peer Lending, è essenziale premettere una breve analisi dell'evoluzione e delle caratteristiche del settore a cui appartiene. Il Peer to Peer Lending, infatti, rappresenta il più ampio segmento all'interno del mercato della finanza alternativa online, il 57 % in termini di volumi di prestiti erogati (Zang et al., 2016), distribuiti in:

- Prestiti al consumo; il valore dei prestiti erogati nel 2015 in Europa tramite piattaforme di Peer to Peer Lending è pari a 366 milioni di euro, che rappresentano il 36 % del mercato della finanza alternativa (Zang et al., 2016, p. 32).

- Prestiti alle aziende; questi rappresentano il secondo segmento della finanza alternativa online per dimensioni in termini di volumi erogati, con una quota pari al 21 % del mercato totale (Zhang et al., 2016, p. 32).

Il grafico 1.2 mostra la crescita del mercato europeo della finanza alternativa online dal 2012 al 2015. Il tasso di crescita registrato dal 2012 al 2013 è stato del 149 %, dal 2013 al 2014 del 144 % e del 92 % dal 2014 al 2015 (Zhang et al., 2015; 2016). Il valore totale dei volumi di finanziamenti erogati tramite finanza alternativa in Europa ha superato i 5 miliardi di euro con una crescita annuale del 92 % rispetto all'anno precedente (Zhang et al., 2015, p.24). Nell' area europea è la Gran Bretagna alla guida del settore sia nel 2014 che nel 2015 secondo i due report dell'Università di Cambridge. Come vediamo nel grafico 1.3 tale aspetto è ben

[9] Zhang et al., (2016) e Zhang et al., (2015). The Cambridge Center for Alternative Finance è un istituto di ricerca accademica dedicato allo studio della finanza alternativa.

evidenziato: la quota di mercato detenuta dalla Gran Bretagna corrisponde all'81 % del mercato totale dell'area europea (Zhang et al., 2015, p. 25). La crescita del settore non è avvenuta solo a livello europeo, anzi l'Europa è il fanalino di coda se confrontata con America e Asia. Il grafico 1.4 rappresenta tale confronto tramite i volumi di finanziamenti erogati nelle tre aree geografiche dal 2013 al 2015.

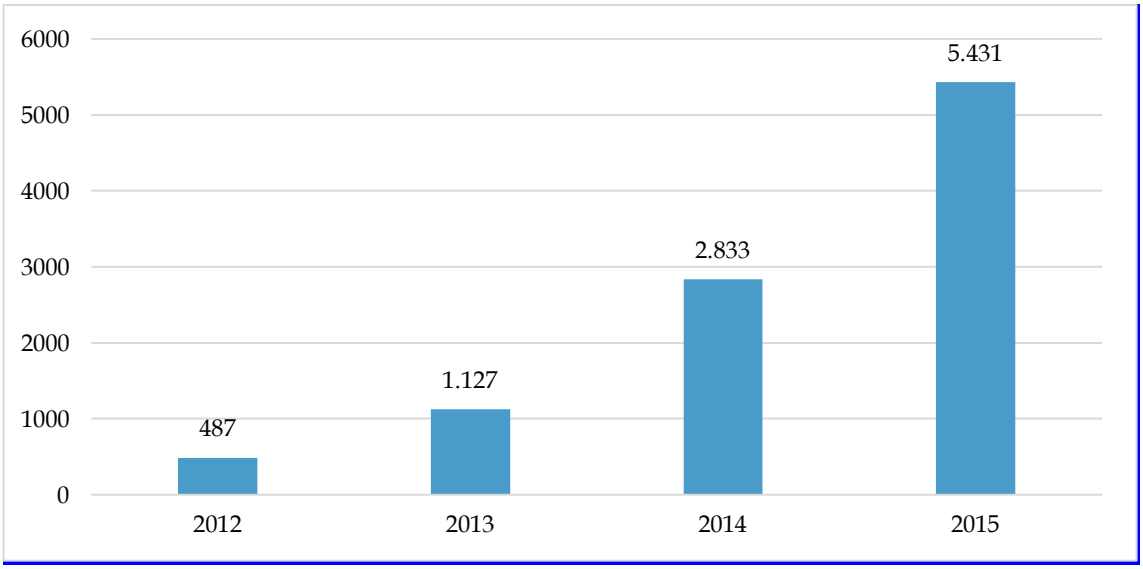

Grafico 1.2: Crescita del mercato della Finanza Alternativa Online in Europa in termini di volumi erogati tra il 2012 e il 2015, dati in miliardi di Euro. Fonte: Elaborazione personale, dati Zhang et al., (2015; 2016).

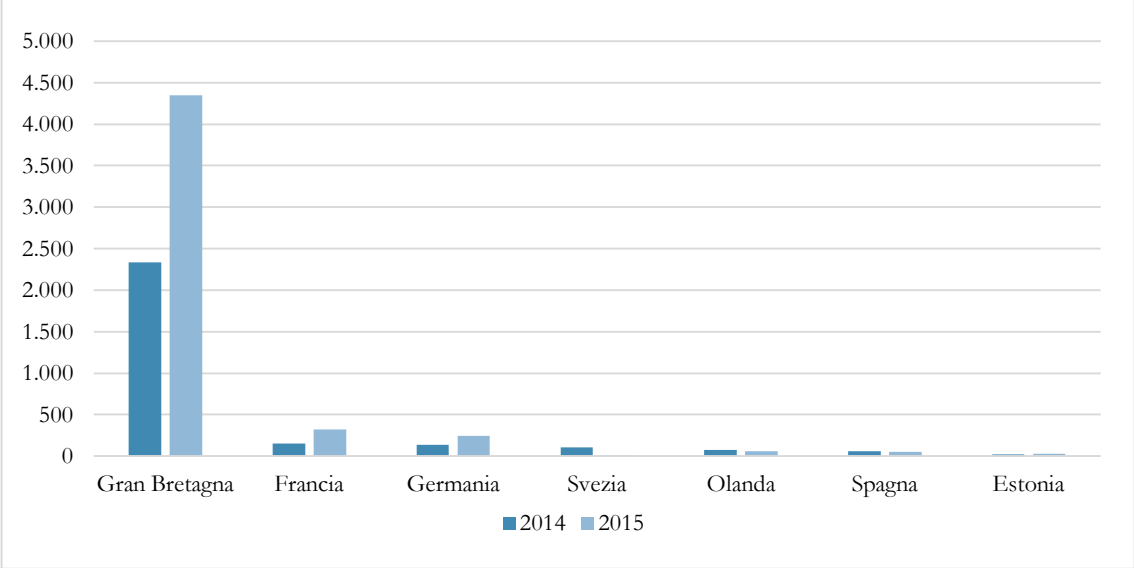

Grafico 1.3: Confronto tra i volumi erogati nei principali mercati dell'area europea nel 2014 e 2015, dati in miliardi di Euro. Fonte: Elaborazione personale, dati Zhang et al., (2015; 2016).

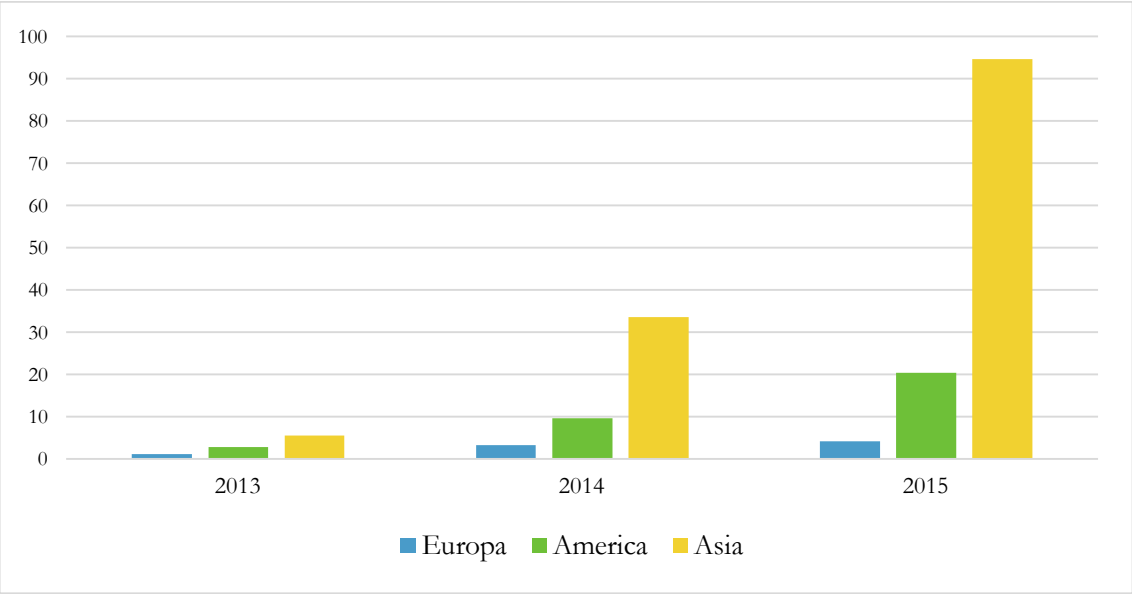

Grafico 1.4: Confronto tra la crescita dei volumi erogati in tre aree geografiche, Europa, America e Asia tra il 2013 e il 2015, dati in miliardi di Euro. Fonte: Elaborazione personale, dati Zhang et al., (2015; 2016).

I report del Cambridge Centre for Alternative Finance distinguono le diverse tipologie di operatori nel mercato europeo della finanza alternativa, la tabella 1.1 riporta tale classificazione. Ai fine del nostro lavoro, focalizzato su una di queste tipologie di piattaforme, è utile fornire una breve rappresentazione delle piattaforme operanti nel settore della finanza alternativa perché ci permette di distinguere il Peer to Peer Lending da tutte le altre tipologie.

Nel lavoro di Kirby e Worner (2014)[10] che analizza il settore della finanza alternativa viene considerato come settore macro il Crowdfunding, mentre il Peer to Peer Lending, insieme al Reward Crowdfunding, all'Equity Crowdfunding e al Crowdfunding con donazioni, come segmenti del settore. La figura 1.1 rappresenta la classificazione secondo questo schema. Tale

[10] Kirby e Worner, (2014) "Crowdfunding: an infant industry growing fast", Staff Working Paper, IOSCO Research Department. Lo IOSCO, International Organization of Securities Commissions, è un organizzazione fondata nel 1983, risconosciuta come il principale "standandard setter" nel settore delle sucurities. I principali obiettivi sono lo sviluppo, implementazione e promozione di standard regolamentativi riconosciti a livello globale, per proteggere gli investitori, e mantenere i mercati efficienti e trasparenti e gestire il rishio sistemico.

classificazione, in seguito all'analisi effettuata sulle piattaforme esistenti sul mercato britannico, il più sviluppato nell'area europea, sembra avere delle limitazioni. In particolare il Peer to Peer Lending viene considerato come una sottocategoria del Crowdfunding, mentre credo debba essere distinto da questo sia per l'importanza del mercato in termini dimensionali sia per la tipologia di finanziamenti offerti.

Peer to Peer Lending	**Investitori istituzionali e non offrono prestiti ad aziende ed individui.**
Equity based Crowdfunding	Investitori istituzionali e non acquistano capitale di rischio emesso da aziende.
Reward based Crowdfunding	Individui finanziano progetti, aziende, individui, senza una ricompensa monetaria.
Invoice Trading	Investitori istituzionali e individui acquistano fatture emesse da imprese.
Real Estate Crowfunding	Individui e investitori istituzionali offrono capitale di rischio o debito per l'acquisto di proprietà immobiliari.
Dination Based Crowdfunding	Donazioni a individui, aziende e progetti a scopo sociale senza una ricompensa monetaria e di altro tipo.
Debt-based Securities	Individui e investitori istituzionali investono in capitale di debito come obbligazioni.
Balance Sheet Business Lending	La piattaforma eroga prestiti a imprese.
Profit Sharing Crowdfunding	Investitori istituzionali acquistano azioni o obbligazioni tramite la piattaforma online.

Tabella 1.1: Classificazione delle tipologie di piattaforme operanti nel mercato della finanza alternativa online, sono riportate in ordine decrescente rispetto alle dimensione del mercato all'intero settore della finanza alternativa online in Europa. Fonte: Zhang et al., (2015; 2016).

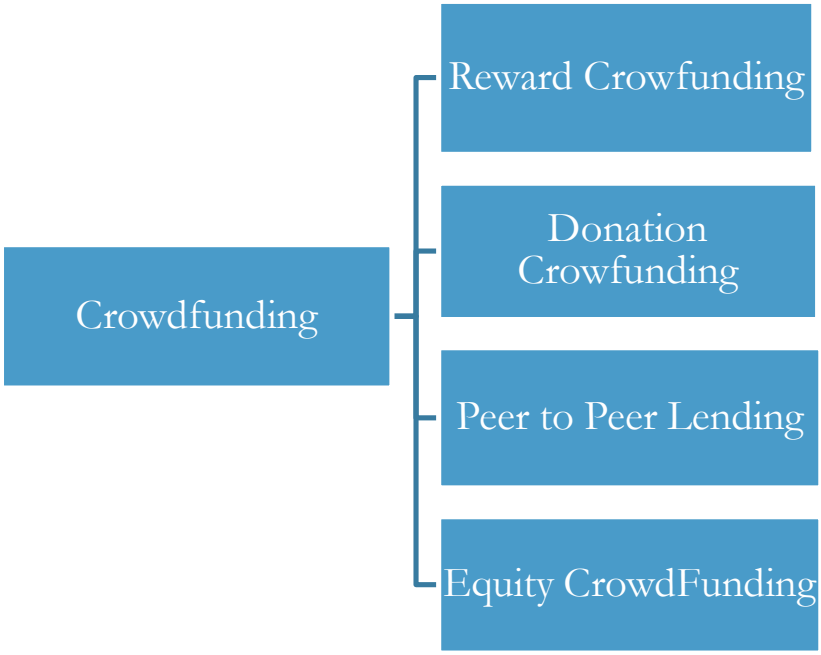

Figura 1.1: Rappresentazione della classificazione della tipologie di piattaforme di finanziamenti peer to peer secondo Iosco Research Department. Fonte: Kirby e Worner, (2014).

Di seguito viene proposta un'elaborazione personale delle categorie di piattaforme operanti nel mercato inglese, il più sviluppato nell'area europea. Innanzi tutto è necessario considerare tre segmenti all'interno del più ampio settore della finanza alternativa online: Crowdfunding, Micro Financing e Marketplace Lending o Peer to Peer Lending. Nella figura 1.2 viene rappresentato un quadro completo delle varie tipologie di piattaforme presenti sul mercato che schematizza la possibile classificazione. La prima considerazione è che il Crowdfunding si distingue dal Peer to Peer Lending e a sua volta, il primo può essere distinto a seconda della tipologia di prestiti erogati: capitale di rischio, debito e sotto forma di donazione. Il Crowdfunding consiste nel raccogliere denaro da un ampio pool di persone tramite una piattaforma online per fare in modo che un progetto specifico o un'idea di business venga finanziata e realizzata, mentre il Marketplace Lending si riferisce all'erogazione di prestiti a individui o aziende. Il Crowdfundig nasce per raccogliere fondi per progetti come le campagne politiche, progetti pubblici e per scopi sociali, per esempio disastri naturali. A seconda della tipologia di piattaforma di Crowdfunding gli investitori possono essere ricompensati in modo diverso, nell'Equity based Crowdfunding, (alcuni esempi di

piattaforme sono Crowdcube e Syndacate Room) viene distribuito il rendimento del capitale investito, mentre in piattaforme come Kickstarter o Indiegogo, che fanno parte della tipologia Reward Based Crowdfunding, i finanziatori, se il progetto va a buon fine, ricevono sconti sull'acquisto del prodotto o premi come la possibilità di ricevere il prodotto in anticipo. L'Equity based Crowdfunding, secondo il report del Centro per la Finanza Alternativa dell'Università di Cambridge[11] è il terzo segmento in termini di volumi all'interno della finanza alternativa con 159 milioni di euro di finanziamenti erogati, mentre il Reward Based Crowdfunding contava 139 milioni di investimenti nel 2015.

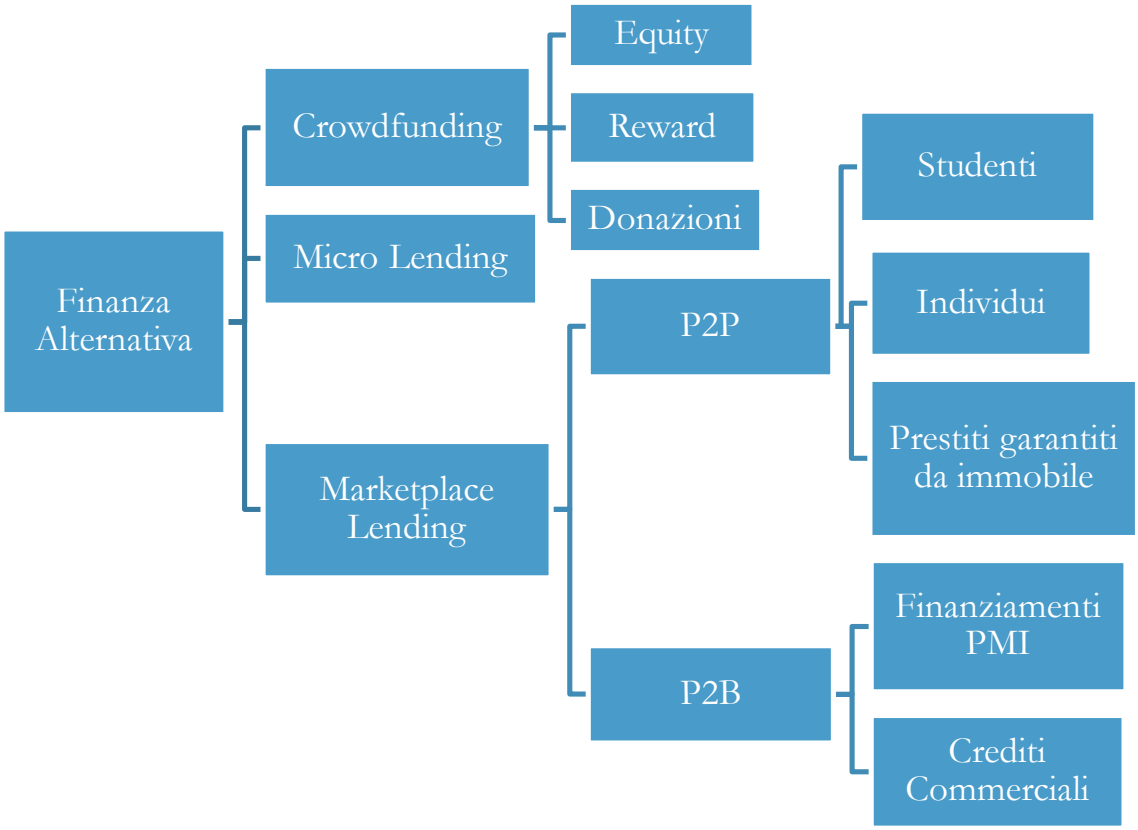

Figura 1.2: Rappresentazione delle categore di Finanza Alternativa online. Fonte: Elaborazione personale sulla base dell'analisi del mercato britannico.

[11] Zhang et al., (2016).

Il Marketplace Lending può essere distinto a seconda del tipo di richiedente, individuo (P2P) o azienda (P2B). I Marketplaces che si rivolgono alle aziende come richiedenti prestiti possono essere distinte a seconda del prestito che erogano, alcune piattaforme sono infatti specializzate in prestiti per la cessione dei crediti commerciali, modello chiamato Online Invoice Financing (tale settore è quello che secondo il report del Centro della Finanza Alternativa dell'Università di Cambridge ha il tasso di crescita più elevato); altre piattaforme si rivolgono alle PMI per finanziare progetti (P2B). Le piattaforme che, come tipologia di richiedente, si rivolgono a individui hanno come ulteriore sottogruppo quelle che si rivolgono a studenti con lo scopo di finanziarne gli studi. Un'uteriore distinzione sono le piattaforme che erogano prestiti garantiti per l'acquisto di immobili. Infine esistono le piattaforme online che si occupano di gestire gli investimenti nel P2P Lending come asset class (Lending Well) e di data analytics (Altfi, Liberum, Orchard). Il Micro Lending o Micro Financing è un canale di finanziamento particolarmente utilizzato nei paesi in via di sviluppo che non hanno sistemi bancari sviluppati per aiutare lo sviluppo agricolo e di piccoli business, finanziare le spese mediche o l'istruzione.

1.3 Come funziona il Peer to Peer Lending

Le ormai numerose piattaforme che operano nel mercato permettono a chiunque sia alla ricerca di un prestito di inserire i propri dati all'interno di un portale e in poche ore, ricevere la conferma di approvazione o il rifiuto di erogazione di un prestito. Dall'altra parte investitori istituzionali o individui possono creare il proprio account online sul sito della piattaforma e cominciare ad investire. Non è facile descrivere in generale il modello operativo delle piattaforme di Peer to Peer Lending poiché i processi che utilizzano sono in continuo mutamento e spesso ogni piattaforma sviluppa delle particolarità all'interno dello stesso paese e caratteristiche diverse a seconda della legislazione. Ad esempio non c'è uniformità tra le varie piattaforme negli intervalli di ammontare che l'investitore può prestare e delle richieste, le durate dei prestiti, le modalità di diversificazione e di valutazione del rischio, inoltre le informazioni che le piattaforme forniscono spesso sono disomogenee una rispetto all'altra.

Una ricerca IOSCO (2014) cerca di classificare il mercato del Peer to Peer Lending in tre diverse tipologie di modelli di business: Client Segregated Account Model, Notary Model e

Guaranteed Return Model. Inizialmente ho cercato di classificare e raggruppare le piattaforme secondo le diverse caratteristiche del modello operativo, ma al di là dei modelli proposti dallo IOSCO, che descriviamo alla fine di questo paragrafo è difficile giungere ad un'elaborazione coerente. Di seguito, quindi, approfondiamo alcuni aspetti rilevanti al fine di mettere in luce rischi e opportunità per investitori e richiedenti; per fare ciò esaminiamo alcune piattaforme a scopo esemplificativo. Lending Club e Prosper sono due piattaforme americane, nate nel 2006, le maggiori piattaforme a livello mondiale in termini di volumi erogati e numero di investitori e richiedenti attivi. Lending Club inoltre dal 2014 è quotata. Facciamo riferimento a queste due piattaforme perché sono quelle che approfondiamo nel Capiolo III in riferimento ai problemi di riduzione dell'asimmetria informativa.

Quando i richiedenti hanno inserito all'interno del proprio account sulla piattaforma l'ammontare del prestito, la durata, la motivazione e informazioni sul proprio merito creditizio, la piattaforma attribuisce un rating secondo i propri criteri di gestione del rischio e interrogando i sistemi di informazioni creditizie[12]. Le informazioni che riportiamo sono frutto di eleborazione personale sulla base delle informazioni reperibili online, direttamente nei siti delle piattaforme.

Lending Club distingue i prestiti in sette categorie, da A, minor rischio a G, maggior rischio e permette ai prestatori di creare il proprio portafoglio, selezionando frazioni di prestiti, secondo la personale avversione al rischio e gli obiettivi di rendimento (Manual Investing), oppure di determinare un obiettivo di rischio-rendimento e lasciare alla piattaforma il compito di costruire il portafoglio (Automated Investing).

In Prosper la valutazione del rischio avviene attribuendo alle richieste di prestiti un rating secondo la seguente classificazione: AA, A, B, C, D, E, HR, dal meno rischioso al piu rischioso. Gli investitori possono effettuare le proprie offerte selezionando i prestiti o determinare semplicemente delle condizioni che Prosper deve seguire per creare un portafoglio di prestiti coerente con le richieste dell'investitore.

L'attribuzione del tasso d'interesse che i richiedenti pagano in Lending Club è effettuato da

---

[12] Proper utilizza Experian, Lending Club si avvale di TransUnion, Experian, and Equifax. In Italia questi enti sono per esempio CRIF (Centrale Rischi Finanziari) e CTC (Consorzio Tutela del Credito), raccolgono informazioni sulle storie creditizia, i dati vengono forniti dalle banche e altri intermediari finanziari dopo aver finanziato un richiedente.

parte delle piattaforma nelle seguenti modalità: ogni prestito viene attribuito ad una categoria di rischio ed ad ogni categoria è attribuito un tasso d'interesse fisso. Per esempio A1 corrisponde ad un interesse del 5,32 %, G5 ad un interesse del 30,99% (dati sito web della piattaforma Lending Club al 7/02/17).

In passato Prosper utilizzava il modello delle aste online; il tasso d'interesse pagato dai richiedenti era determinato dall'incontro tra la domanda e l'offerta. I richiedenti indicavano il massimo tasso di interesse che erano disposti a pagare e gli investitori il minimo rendimento che volevano ricevere per un certo livello di rischio. La piattaforma poi aumentava progressivamente il tasso fino al punto in cui si riusciva a coprire l'intero volume del prestito, considerando la necessaria diversificazione del portafoglio di ogni investitore e il tasso d'interesse massimo che il richiedente è disposto a pagare. Prosper inoltre dava la possibilità di creare dei gruppi di richiedenti, attraverso lo sviluppo di reti sociali, per facilitare l'attribuzione del merito di credito, questo aspetto viene approfondito nel Capiolo III. Oggi Prosper utilizza un sistema simile a quello di Lending Club.

Le piattaforme italiane come Smartika e Prestiamoci, utilizzano un modello di valutazione simile a quello di Lending Club e Prosper, stabiliscono infatti un tasso d'interesse fisso per ogni categoria di rischio. In Smartika le persone ritenute affidabili vengono classificate sulla base del loro merito creditizio nelle classi Conservative, Balanced e Dynamic in modo che il prestatore possa decidere e gestire il proprio livello di propensione al rischio, inoltre il prestito viene frazionato in 50 parti e va quindi in prestito a 50 diversi richiedenti. Nella piattaforma italiana Prestiamoci, l'investitore può selezionare fino a cento diversi prestiti per diversificare il proprio investimento. Uno dei maggiori vantaggi per gli investitori è infatti rappresentato dalla possibilità di diversificare il rischio anche con un ammontare investito ridotto. In tutte le piattaforme anche l'ammontare minimo che è possibile investire viene frazionato in diversi prestiti. In Lending Club invece di stabilile il numero di frazioni, è stabilito il valore di ciascuna, pari a 25$.

Per quanto riguarda la liquidità degli investimenti tramite piattaforme di Peer to Peer Lending, in alcune piattaforme esiste un mercato secondario in cui è possibile vendere i prestiti prima della scadenza su pagamento di una commisione alla piattaforma. La dimensione del mercato secondario è ancora piuttosto ridotta in proporzione al volume del prestiti totali erogati da ogni piattaforma, per esempio per Zopa è il 19 %, Funding Circle il

18 %, RateSetter 10 % e ThinCats 12 %[13] (dati Oxana, 2016). A livello operativo osserviamo Lending Club, che per il mercato secondario utilizza una piattaforma indipendente rispetto alla piattaforma di "direct lending"[14], chiamata Note Trading Platform. Il mercato secondario in Lending Club funziona nelle seguenti modalità[15]: il venditore decide quali frazioni di prestiti vendere ("Notes") e a quale prezzo, queste vengono elencate nella Note Trading Platform e altri investitori le acquistano dopo aver considerato rischi e rendimenti, al prezzo stabilito dal venditore. Solitamente le transazioni avvengono in un giorno. Il venditore pagherà a Lending Club una commissione pari all'1 % del prezzo di vendita. Alcuni elementi da considerare sono che il merito di credito del debitore non viene rivalutato al momento della vendita e il venditore potrebbe aumentare il prezzo a suo piacimento. Dal punto di vista dell'investitore in direct lending nelle piattaforme, questo potrebbe rappresentare un limite in quanto non esiste un mercato in cui vendere il proprio prestito nel caso ne abbia necessità, il fattore liquidità è un elemento da tenere in considerazione nelle scelte di allocazione degli investimenti e i prestiti peer to peer non sono particolarmente liquidi. In realtà, come sostiene Roberto Condulmari di P2P Lending Italia, la direzione in cui il Peer to Peer Lending si muoverà è quella di attrarre sempre più investitori istituzionali; per questa ragione pensiamo che di pari passo con lo sviluppo delle piattaforme, andrà sviluppandosi anche il mercato secondario. Questo aspetto rappresenta allo stesso tempo un rischio e un'opportunità, in quanto faciliterà la liquidabilità dei prestiti e quindi probabilmente accrescerà i volumi erogati e cartolarizzati.
Inoltre il mercato secondario costituirà un'ulteriore alternativa di investimento e di diversificazione.

Secondo una ricerca IOSCO (2014) il mercato del Peer to Peer Lending può essere diviso in tre diverse tipologie di modelli di business: Client Segregated Account Model, Notary Model e Guaranteed Return Model.

---

[13] Piattaforme appartenenti al mercato britannico, alcune delle piattaforme che consideriamo nell'analisi del Capiolo IV.

[14] Con il termine direct lending si fa riferimento agli investimenti diretti nei prestiti tramite piattaforme di peer to peer lending in contrapposizione agli investimenti tramite il mercato secondario.

[15] Informazioni reperibili al sito web della piattaforma: https://www.lendingclub.com/foliofn/howTradingWorks.action.

Nel primo modello l'investitore viene messo in comunicazione con il richiedente attraverso la piattaforma che svolge la sola funzione di collegamento, viene creato un contratto tra i due individui. Investimenti e finanziamenti sono separati dal bilancio della piattaforma e l'obbligo da parte del debitore rimane anche nel caso di fallimento della piattaforma. Prestatori e richiedenti pagano commissioni alla piattaforma: il richiedente paga al momento dell'emissione del prestito in percentuale al volume del finanziamento e secondo la propria categoria di rischio. L'investitore paga commissioni amministrative e se vuole rivendere il proprio portafoglio di prestiti sul mercato secondario.

La struttura del Notary Model rappresenta il modello tipico statunitense, si articola nel modo seguente, gli investitori fanno delle offerte sui prestiti che intendono inserire nel proprio portafoglio, quando l'ammontare richiesto è raggiunto il prestito viene erogato. I prestatori selezionano le "notes", delle frazioni del prestito, sulle quali intendono investire sulla base dei propri obiettivi di rendimento, della propria avversione al rischio e del rating attribuito dalla piattaforma. Il sistema di pagamento delle commissioni è simile a quello del primo modello. Per determinare i tassi d'interesse il sistema è quello delle aste online, i richiedenti indicano il massimo tasso di interesse che sono disposti a pagare e gli investitori il minimo rendimento che vogliono ricevere per un certo livello di rischio. La piattaforma poi aumenta progressivamente il tasso di rendimento fino al punto in cui riesce a coprire l'intero volume del prestito, considerando la necessaria diversificazione del portafoglio di ogni investitore e il tasso d'interesse massimo che il richiedente è disposto a pagare.

Il terzo modello identificato dalla ricerca dello IOSCO è definito Guaranteed Return Model. Si differrenzia rispetto ai primi due perché il tasso di interesse che i richiedenti pagano è fisso e stabilito dalla piattaforma per ogni livello di rischio ed è il modello maggiormente utilizzato in Cina e dalle piattaforme italiane. Questo sistema può avere lo svantaggio di portare ad uno squilibrio tra numero di richiedenti e numero di investitori.

1.3.1 Il modello di business, caso Smartika

In questa sezione analizziamo il modello di business della piattaforma attraverso il "Business Model Canvas"[16]. Si tratta di uno strumento elaborato da A. Osterwalder e Y.Pigneur per descrivere e definire modelli innovativi di business, in modo semplice e visivamente chiaro, si veda la figura 1.3 che rappresenta il Business Model Canvas di Smartika. La scelta è ricaduta su questo approccio anche perché è un metodo molto utilizzato nella pratica del mondo imprenditoriale. Il Business Model Canvas è una strumento che descrive il modello di business attraverso nove elementi, lo scopo è quello di rappresentare chiaramente la logica secondo cui l'azienda crea valore attraverso l'individuazione di segmenti di clienti, Value Proposition, canali di distribuzione, relazione con i clienti, flussi di ricavi, risorse chiave, attività chiave, partners strategici, struttura dei costi (Osterwalder e Pigneur, 2010).

Di seguito individuiamo ciascuno dei nove elementi nel caso della piattaforma Smartika; riportiamo una breve descrizione di ciascun aspetto che caratterizza il modello di business facendo riferimento a Osterwalder e Pigneur (2010) e descriviamo, nel caso particolare di Smartika, a quali elementi del modello operativo corrispondono.

Segmenti di clienti:

Osterwalder e Pigneur (2010) descrivono i diversi segmenti di clienti in questo modo: "in generale l'organizzazione si rivolge a più segmenti di clienti se i gruppi di persone che intende raggiungere richiedono diversi prodotti, canali di distribuzione e producono diverso ammontare di ricavi." Nel caso delle piattaforme di Peer to Peer Lending e della piattaforma che stiamo analizzando, Smartika, si possono chiaramente distinguere due segmenti di mercato: i prestatori e i richiedenti. I due segmenti sono interdipendenti, cioè il business per poter funzionare richiede che ci siano investitori e soggetti che chiedono a prestito, che non hanno possibilità di accedere alla tradizionali forme di credito. Entrambi i segmenti sono necessari affinché la piattaforma funzioni, per questa ragione il modello di business può essere definito Muti-sided Platform[17].

---

[16] Strumento e termine introdotti nel libro "Business Model Generation", Osterwalder e Pigneur (2010), Wiley.

[17] Osterwalder e Pigneur nel libro Business Model Generation (2010) definisce tale tipologia di modello di business come piattaforme che creano valore sfruttando economie di rete.

Value Proposition:

"La Value Proposition è rappresentata dall'insieme di benefici e del valore che il prodotto o servizio offerto crea ai diversi segmenti di clienti" (Osterwalder e Pigneur, 2010). Nella piattaforma che stiamo analizzando la Value Proposition per gli investitori consiste nell'opportunità di avere un'alternativa di investimento rispetto ai canali tradizionali. La Value Proposition consiste inoltre in un marketplace efficiente per i richiedenti che non otterrebbero prestiti altrimenti.

Canali di distribuzione:

I canali di distribuzione, comunicazione e vendita, sono le modalità in cui il business raggiunge i propri clienti. Osterwalder e Pigneur (2010) li descrivono in questo modo: "comprendono una serie di attività finalizzate ad accrescere la consapevolezza da parte dei clienti dell'esistenza del business, facilitano la valutazione della value proposition e permettono l'acquisto, la consegna del prodotto e i servizi post vendita." Nel modello di business che stiamo analizzando il canale principale è il sito web per entrambi i segmenti di clienti.

Relazioni con i clienti:

La relazione con il cliente è tradizionalmente legata alla strategia che si intende adottare: acquisire clienti, mantenere quelli esistenti o aumentare le vendite. Le relazioni con i clienti possono essere di vario tipo: personale, personale dedicata, self-service e communities (Osterwalder e Pigneur, 2010). Nel caso della piattaforma di peer to peer lending si tratta di una "community".

Flussi di ricavi:

Le modalità per generare flussi di ricavi possono essere di varie tipologie, commissioni applicate in base all'utilizzo, vendita del diritto di proprietà su un bene, commissioni sull'iscrizione, licensing, commissioni sull'intermediazione (Osterwalder e Pigneur, 2010). Nel nostro caso il flusso di ricavi proviene proprio da questo ultimo meccanismo, la piattaforma applica delle commissioni sia agli investitori che ai richiedenti, ogni volta che un prestito viene emesso. I prezzi, cioè le percentuali applicate, sono fisse per ogni tipo di cliente. Il flusso di ricavi proviene da commissioni applicate a coloro che prendono a prestito e commissione su parte degli interessi che gli investitori ricevono. La percentuale per

richiedenti è tra lo 0,75% e il 3,5% del volume del prestito. Per gli investitori la commissione è tra lo 0,5 e l'1% dei ricavi ricevuti. I richiedenti, al momento dell'erogazione del prestito, versano un contributo per il fondo Smartika Lender Protection[18] e pagano la commissione Smartika sul valore totale del prestito in base alla classe di merito creditizio a cui sono assegnati. I prestatori pagano una commissione annuale pari all'1% della somma in prestito. Se un richiedente non ripaga parte del prestito, al prestatore non viene detratta la relativa commissione. Allo stesso modo, se un richiedente estingue in anticipo, il prestatore non paga commissione sulla parte di prestito che viene estinta. Se, per un'urgenza imprevista di liquidità, il prestatore chiede di cedere i suoi prestiti ad altri prestatori per un importo pari al capitale residuo, Smartika percepisce per l'operazione una commissione di 15 € + 1% del valore dei prestiti ceduti.

Risorse strategiche:

Perché il modello di business funzioni sono necessarie risorse, intellettuali, umane e finanziarie (Osterwalder e Pigneur, 2010. In particolare il team Smartika è composto da persone di elevata esperienza e competenza nel settore finanziario.

Attività chiave:

Le attività fondamentali che devono essere implementate quotidianamente per far in modo che la Value Proposition raggiunga i clienti e i flussi di ricavi arrivino all'azienda, consistono nel mantenimento, gestione e promozione della piattaforma. In particolare:

- Verificare l'identità dei richiedenti e le loro caratteristiche, determinare la qualità dei crediti ed assicurarsi che i tassi d'interesse applicati ai richiedenti riflettano il rischio, determinare il rischio di default[19];

[18] Si tratta di un fondo gestito da Smartika in cui viene accantonata una parte delle commissioni pagate dai richiedenti al momento dell'erogazione, somme che vengono utilizzate per compensare in tutto o in parte le eventuali insolvenze.

[19] Nel caso delle obbligazioni, una misura del rischio di credito è costituita dal rating assegnato all'emittente e ai titoli dalle agenzie di valutazione del debito. Nel caso dei prestiti bancari, la valutazione del rischio di credito è rappresentata dalla classe di merito assegnata dalla banca erogatrice al soggetto che ha richiesto il prestito e all'operazione stessa di prestito. La piattaforme deve avere dei sistemi di valutazione del rischio di credito proprio.

- Ricevere i pagamenti dai prestatori e distribuirli tra gli investitori a seconda della partecipazione all'investimento.

- Fornire dati sulla performance in modo che gli investitori possano decidere in relazione ai futuri investimenti.

- Condurre attività di reporting e compliance, anti frode e antiriciclaggio.

- Allocazione degli investimenti in diversi prestiti in modo che siano diversificati.

Partners strategici:

Molti modelli di business oggi richiedono che si creino delle alleanze strategiche per ridurre i rischi o acquisire risorse o per ottimizzare economie di scala. I parteners possono essere non competitors, competitors o join venture quando una nuova entità di business viene creata (Osterwalder e Pigneur, 2010). Nella nostra piattaforma i partners strategici sono i sistemi di informazione creditizia.

Struttura dei costi:

La struttura dei costi può essere facilmente determinata non appena si hanno ben chiari le risorse chiave, i partner strategici e le attività fondamentali. Nella nostra piattaforma si tratta di una strategia "cost-driven" (Osterwalder e Pigneur, 2010). La struttura dei costi è sostanzialmente concentrata nel mantenimento e sviluppo della piattaforma, sullo svolgimento delle attività chiave e nel pagamento dei partners strategici.

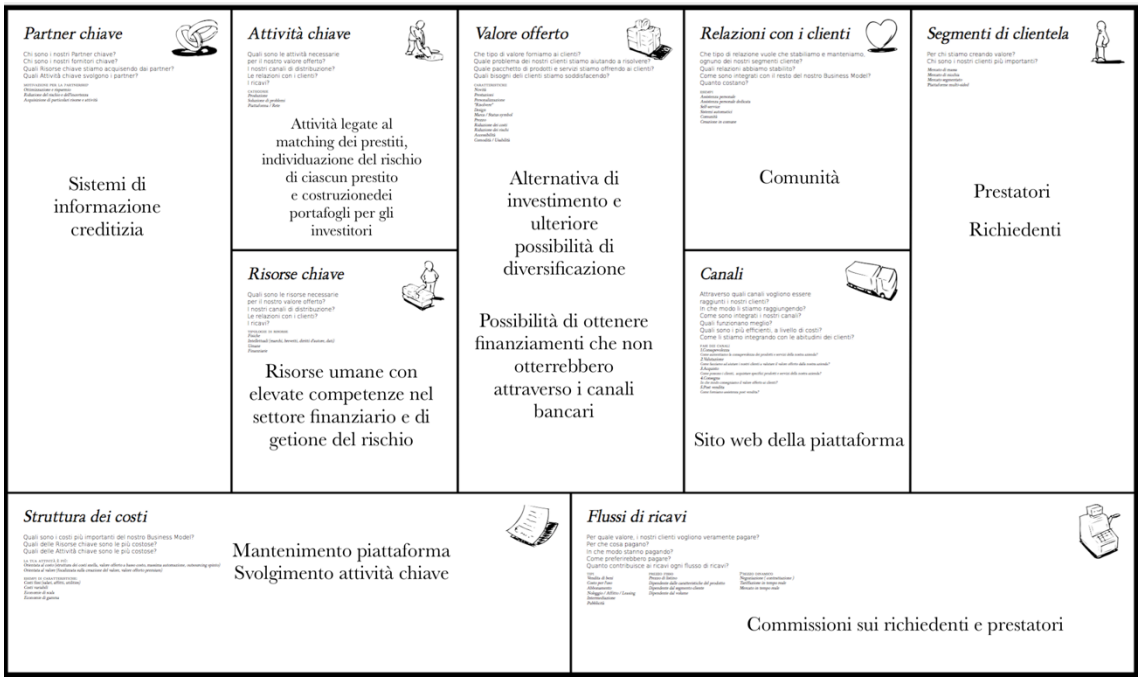

Figura 1.3: Rappresentazione visiva del Business Model Canvas (Osterwalder e Pigneur, 2010) elaborazione personale per quanto riguarda Smartika.

1.4 Regolamentazione

Questa sezione richiama il quadro normativo di riferimento in cui le piattaforme operano in Italia. Ritengo sia rilevante questo aspetto poiché nell'analisi delle ragioni dell'esistenza di un "gap" consistente tra lo sviluppo del mercato inglese e quello italiano, l'aspetto regolamenatare è un elemento determinante secondo i principali operatori che operano nel mercato italiano[20]. Inoltre capire gli aspetti legali consente di avere chiaro il funzionamento delle piattaforme stesse.

Nel 2007 le prime piattaforme, Boomber società olandese e Zopa società inglese, operavano nel mercato italiano, queste erano iscritte all'Albo degli Intermediari Finanziari (Art. 106,

[20] P2P Lending Italia ha organizzato un evento, "CrowdTuesday Milano, Marketplace Lending in Italia: come liberarne il potenziale" il 4 Ottobre 2016, a cui tutte le piattaforme italiane attive hanno partecipato sul tema del confronto tra lo sviluppo del mercato inglese e italiano, per cercare di capire le ragioni di tale "gap": l'elemento della regolamentazione è risultato essere l'elemento determinante, sul quale è importante agire per incoraggiare lo sviluppo del mercato in Italia.

TUB), ma l'attività era stata bloccata dalla Banca d'Italia poiché veniva violato l'Art. 10 del Testo Unico Bancario, secondo cui solo le banche possono svolgere attività di raccolta di risparmio tra il pubblico, in sostanza in Italia non esisteva un quadro normativo di riferimento per inquadrare la fattispecie.

Solo con il recepimento nell'ordinamento italiano della Direttiva 2007/64/EC[21], il nostro paese comincia a strutturare dei riferimenti normativi in materia. Tramite il D. Lgs. 11/2010, che recepisce la Direttiva, l'ordinamento italiano introduce, all'interno del TUB, il titolo V-ter, riguardante la disciplina dei Servizi di Pagamento, collocato nel Titolo V[22].

Per prestazione di servizio di pagamento si intende "l'attività che renda possibile il deposito di contante su un conto di pagamento nonché di tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento (e.g. rimesse di denaro, incasso e trasferimento fondi); di esecuzione d'ordini di pagamento; e di emissione o gestione di strumenti di pagamento." [23] L'attività di Peer to Peer Lending si riconduce quindi alla disciplina degli istituti di pagamento e più nello specifico, a quanto previsto dal Titolo V-ter del TUB, inoltre è necessario fare riferimento alla Delibera 1058 del 19/7/2005 del CICR (Comitato Interministeriale per il Credito e il Risparmio), alle Disposizioni di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento e gli Istituti di moneta elettronica della Banca d'Italia ed infine del Codice Civile per quanto riguarda gli aspetti contrattuali (Art. 1813, C.C.).

Il contratto che la piattaforma sottoscrive, con entrambi i soggetti, prestatori e richiedenti è un contratto di servizi di pagamento. Elemento necessario è l'apertura di un conto di pagamento, differente rispetto al contratto di conto corrente bancario disciplinato dall'Art. 1852 C.C.. Le somme registrate nei conti di pagamento sono "depositate presso una banca autorizzata ad operare in Italia in conti intestati agli istituti depositanti con l'indicazione che si tratta di beni di terzi; detti conti sono tenuti distinti da quelli dell'istituto di pagamento." (Sezione II, Capitolo IV, Disposizioni di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento e gli Istituti

---

[21] Conosciuta come PSD, Payment Service Directive.

[22] Titolo riguardante i soggetti operanti nel settore finanziario. Il TUB, Testo Unico Bancario è il Testo Unico per le leggi in materia bancaria e finanziaria.

[23] D. Lgs. 11/2010, Art. 1, comma 1, lettera b.

di moneta elettronica, Banca d'Italia, Maggio 2016). Nei conti correnti bancari con il trasferimento dei fondi dal depositante all'istituto, avviene il trasferimento di proprietà di questi, mentre nelle piattaforme i fondi che vengono trasferiti dagli investitori non vengono iscritti nel bilancio dell'istituto di pagamento.

Per quanto riguarda l'autorizzazione ad operare per la piattaforma come istituto di pagamento, è necessario rispettare le disposizioni previste dal TUB, dalle Disposizioni Generali di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento e gli Istituti di moneta elettronica emanate dalla Banca d'Italia che fanno riferimento alla Direttiva Comunitaria (2007/64) e al relativo Decreto Legislativo italiano. L'Istituto di Vigilanza della Banca d'Italia esamina la solidità, sia dal punto di vista patrimoniale che operativo della piattaforma. Il D. Lgs. 11/2010, Capo II prevede che gli amministratori presentino la domanda di autorizzazione con l'atto costitutivo e statuto sociale. Banca d'Italia verifica che l'istituto di pagamento possieda la forma della società per azioni, abbia la sede legale all'interno del territorio della Repubblica Italiana e capitale sociale versato non inferiore a quello determinato dalle Disposizioni di Vigilanza per Istituti di pagamento e Istituti di moneta elettronica[24]. Inoltre è necessario per la piattaforma ai fini di ottenimento dell'autorizzazione, presentare un programma di attività, le linee di sviluppo, gli obiettivi e gli investimenti previsti per esercitare l'attività, la struttura organizzativa e una stima dei risultati economici attesi per i primi tre anni, la mappa del gruppo a cui appartiene l'istituto, le informazioni riguardanti i soggetti che partecipano, direttamente o indirettamente, al capitale sociale, indicando le rispettive quote e informazioni riguardanti la provenienza delle somme sottoscritte. Infine deve essere presentato il verbale della riunione nel corso della quale l'organo amministrativo ha verificato il possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità e di indipendenza dei soggetti chiamati a svolgere funzioni di amministrazione, direzione e controllo. (Sezione V, Capitolo II, Disposizioni di vigilanza per Istituti di pagamento e Istituti di moneta elettronica, Banca D'Italia.)

[24] L'ammontare minimo del capitale sociale è soggetto a limiti diversi a seconda delle attività che l'Istituto di Pagamento si propone di svolgere. "20 mila euro, quando l'istituto di pagamento presta solo il servizio di cui al punto 6 dell'articolo 1, comma 1, lett. b) del decreto legislativo 27 gennaio 2011, n. 11, 50 mila euro, quanto l'istituto di pagamento presta il servizio di cui al punto 7 dell'articolo 1, comma 1, lett. b) del decreto legislativo 27 gennaio 2011, n. 11, 125 mila euro, quanto l'istituto di pagamento presta uno o più dei servizi di cui ai punti da 1 a 5 dell'articolo 1, comma 1, lett. b) del decreto legislativo 27 gennaio 2011, n. 11." (Sezione II, Capitolo II, Disposizioni di vigilanza per Istituti di pagamento e Istituti di moneta elettronica, Banca D'Italia.)

La Banca d'Italia, rilascia o nega l'autorizzazione entro novanta giorni dalla data di deposito della domanda. A questo punto l'organo amministrativo dell'istituto di pagamento può procedere all'iscrizione della società nel Registro delle Imprese; allo stesso tempo, la Banca d'Italia iscrive l'Istituto all'interno dell'Albo degli Istituti di Pagamento (Art. 114-septies, TUB), indicando le succursali dell'istituto di pagamento.

Infine anche a livello europeo il Peer to Peer Lending sta attirando l'attenzione dal punto di vista della regolamentazione che è necessario implementare. European Banking Authority (EBA)[25] e European Securities and Market Authority (ESMA), a Febbraio 2015, in un parere indirizzato al Parlamento Europeo, al Consiglio e alla Commissione, "pur ritenendo non necessario uno specifico intervento regolamentare finalizzato all'armonizzazione della materia, hanno raccomandato un intervento degli Stati membri volto a fornire chiarimenti sulle normative di carattere generale applicabili al social lending al fine di favorire la convergenza delle prassi di supervisione sul fenomeno" (Documento per la consultazione[26], Banca d'Italia, Novembre 2015).

1.5 Settore finanziario ed espansione del mercato del Peer to Peer Lending

Il mercato del Peer to Peer lending ha avuto l'opportunità di svilupparsi nel corso degli ultimi anni non solo grazie al processo di digitalizzazione che ha coinvolto tutti i settori compreso quello finanziario e aperto la strada verso nuovi modelli di business, ma anche e soprattutto come conseguenza della situazione in cui versa il settore finanziario in seguito alla crisi del 2007-2008. La crisi finanziaria che ha coinvolto il settore bancario statunitense ed europeo ha messo in evidenza la scarsa stabilità del sistema. La crisi del settore bancario ha fatto emergere infatti, l'interdipendenza tra gli istituti di credito e il conseguente elevato livello di

[25] EBA e ESMA sono autorità indipendenti, nate all'interno del Sistema Europeo di supervisione finanziaria , si occupano di assicurare un efficace supervisione e regolamentazione del settore bancario, assicurando la stabilità e salvaguardando l'efficienza del funzionamento del settore bancario.

[26] Documento per la consultazione, Disposizioni di Vigilanza, Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, Banca d'Italia, Novembre 2015.

contagio nel caso di un evento negativo. Le conseguenze sul debito pubblico e gli effetti sulla disoccupazione e sui bassi tassi di crescita dell'economia reale sono evidenti in questi ultimi anni negli Stati Uniti, ma soprattutto in Europa, dove il sistema di finanziamenti alla imprese è fortemente legato al canale bancario. Lo scoppio della crisi ha posto l'attenzione verso l'interconnessione del sistema finanziario e i meccanismi di contagio in caso di shock. Misurare il rischio sistemico e prevedere i meccanismi di contagio sono, infatti, temi al centro di numerosi studi per incrementare la stabilità economica globale (Billio e Pellizzon, 2012; Acemoglu et al., 2015). Sia gli enti di vigilanza che gli intermediari finanziari hanno la necessità di calcolare la probabilità che un evento negativo si ripercuota sull'intero sistema. Molti studi hanno dimostrato che il network delle istituzioni finanziarie è una rete fortemente connessa e che il grado di connessione è caratterizzato da un trend di crescita principalmente dovuta all'apertura dei mercati a livello regolamentare e l'utilizzo di prodotti finanziari sempre più complessi. (Minoiu e Reyes, 2011; Allen e Babus, 2008). Per queste ragioni nel mercato del credito una semplificazione delle operazioni e specializzazione dei soggetti che erogano i finanziamenti si è resa necessaria.

Inoltre la crisi finanziaria ha portato dietro di sé conseguenze come l'aggravamento della situazione del "credit crunch", cioè il restringimento dell'erogazione del credito a famiglie e imprese (Wehinger, 2014; Ivashina e Scharfstein, 2009) e tassi d'interesse estremamente bassi per gli investitori, che sono in cerca di investimenti alternativi.

1.5.1 Determinanti della crescita del mercato

Ci sono alcune ragioni che spiegano l'espansione delle piattaforme di Peer to Peer Lending negli ultimi anni che interessano tutti i mercati a livello globale (principalmente Stati Uniti ed Europa, in questo lavoro non consideriamo il mercato asiatico ed in particolare cinese anche se risulta essere in grande espansione), altri fattori invece sono da ricondurre ad uno specifico contesto economico e legislativo. Di seguito analizziamo i fattori che hanno spinto lo sviluppo del mercato del Peer to Peer lending senza distinzione geografica. In particolare queste ragioni sono da ricondurre alla tecnologia digitale che rende possibile una costumer experience innovativa, il fenomeno del razionamento del credito, aggravato da crisi finanziaria e regolamenti bancari più stringenti, tassi di rendimento generalmente bassi, regolamentazione del settore non ancora precisa e puntuale, costruita ad hoc ed investimento minimo richiesto limitato.

- Tecnologia e "Customer Experience"

Tecnologia e digitalizzazione sono un fattore abilitante del modello di business del Peer to Peer Lending, solo tramite internet infatti può avvenire tale tipologia di intermediazione. La struttura dei costi delle piattaforme è molto più efficiente rispetto a quella delle banche, caratterizzate da filiali e burocrazia, ciò consente di avere un vantaggio competitivo nel mercato del credito in termini di costi.[27] Inoltre le piattaforme grazie a internet possono offrire una customer experience innovativa e un procedimento di richiesta e investimento veloce ed efficiente. Le ricerche sul mercato del Peer to Peer Lending (Pierrakis e Collins, 2013; Tomlinson et al., 2016) ed in particolare sulle caratteristiche dei richidenti e prestatori, mettono in evidenza come la "Customer Experience" (velocità di richiesta, velocità nella risposta ed esperienza online) sia infatti elemento di primaria importanza nella scelta di richiesta di prestiti, sia per individui che per le aziende, si veda a questo proposito il grafico 1.5.

Infine la disponibilità per gli investitori di dati riguardanti i rendimenti dei prestiti erogati in passato dalla piattaforma rende le scelte di investimento più accurate e rispondenti alle proprie necessità, la trasparenza nelle piattaforme è un elemento centrale, alcune piattaforme mettono a disposizione di chiunque online i propri loan books o comunicano i rendimenti degli anni precedenti per le varie categorie di rischio.

[27] Se ci rifacciamo al modello di Porter, 1982 (Porter distingue tra vantaggi di costo e differenziazione) del vantaggio competitivo e analizziamo le piattaforme di peer to peer lending come degli operatori che operano nel mercato del credito e hanno come concorrenti le banche, il vantaggio in termini di costi minori è chiaro. In realtà, come vedremo le piattaforme di peer to peer lending non sono diretti concorrenti degli intermediari creditizi tradizionali, poiché soddisfano due segmenti di mercato differenti.

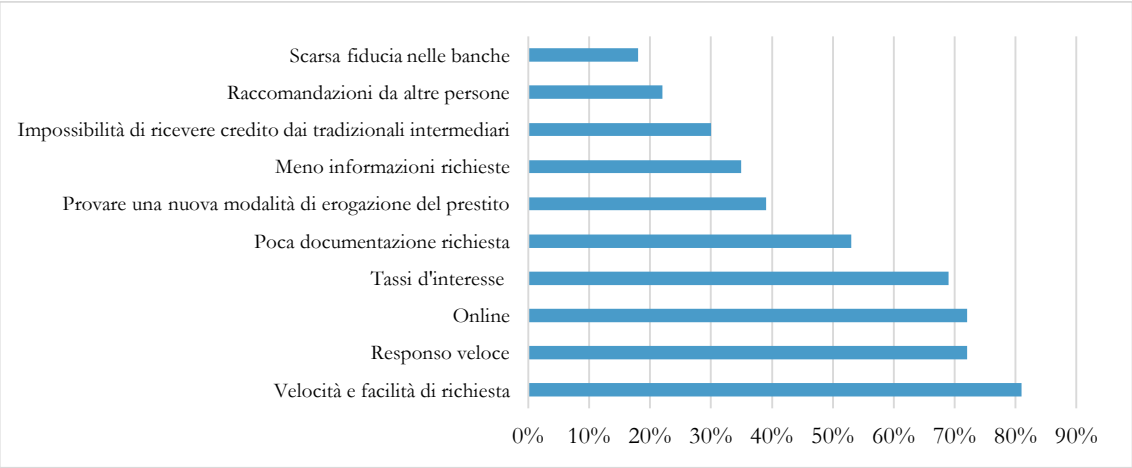

Grafico 1.5: Fottori che influenzano la scelta di richidere un prestito tramite le piattaforme di Peer to Peer Lending (richiedenti piattaforme inglesi). Fonte: Pierrakis e Collins, (2013); Tomlinson et al., (2016).

- Razionamento del credito

Al fine di rendere il sistema bancario più stabile e in grado di reagire meglio a periodi di stress, stiamo assistendo ad un crescente irrigidimento della regolamentazione degli istituti di credito. Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria [28] ha infatti introdotto in seguito alla crisi finanziaria, una nuovo schema di riforme, conosciuto come Basilea III. "L'obiettivo delle riforme è il rafforzamento della capacità delle banche di assorbire shock derivanti da tensioni finanziarie ed economiche, indipendentemente dalla loro origine, riducendo in tal modo il rischio di contagio dal settore finanziario all'economia reale."[29] Le riforme approvate dai G20 nel 2010 a Pittsburgh sono volte ed agire sui principali fattori che hanno reso così grave la crisi finanziaria. La regolamentazione si concentra principalmente su tre pilastri: i requisiti di adeguatezza patrimoniale, introduzione di requisiti per il monitoraggio dei rischi

[28] Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria è un comitato di autorità di vigilanza istituito nel 1974 dai Governatori delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci. "Il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria (CBVB) è il principale organismo di definizione degli standard internazionali per la regolamentazione prudenziale del settore bancario." "I membri del CBVB sono banche centrali e organismi direttamente competenti per la vigilanza bancaria." Statuto CBVB, Gennaio 2013, Banca dei regolamenti internazionali.

[29] "Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari", Banca dei regolamenti internazionali, Dicembre 2010, ultimo aggiornamento giugno 2011, p.1.

di liquidità e controllo nell'utilizzo della leva finanziaria. I requisiti di adeguatezza patrimoniale sono volti ad ottenere una maggiore qualità e quantità della base patrimoniale per ottenere una maggiore copertura dei rischi e aumentare la capacità di assorbire le perdite in caso di scenari negativi.

Questo insieme di regolamentazioni e di requisiti introdotti da Basilea III, sempre più restrittivi, l'aumento dei costi di finanziamento delle banche in seguito alla crisi finanziaria, hanno forti conseguenze sulla capacità di generare profitto da parte degli istituti di credito. Tutto questo porta ad una crisi nell'erogazione del credito e ad istituire sistemi di determinazione del merito di credito sempre più stringenti (Gavalas e Syriopoulus, 2014). Di conseguenza i richiedenti prestiti, imprese e individui, che non riescono ad ottenere credito sono in numero sempre maggiore[30] e costituiscono uno spazio di mercato per nuovi modelli di business, in cui si sono inserite le piattaforme online di peer to peer lending. Analizzando il fenomeno a livello empirico, la diminuzione del numero di prestiti erogati a individui e PMI è sorprendente: l'ammontare di prestiti erogati dalle banche è diminuito in modo consistente durante la crisi. [31] Il grafico 1.6 rappresenta chiaramente tale situazione in Europa. Pierrakis e Collins (2013) e Mills e McCarthy (2014) sostengono che il crollo nell'erogazione durante la crisi ha lasciato una spazio inesplorato nel mercato del credito.

[30] Il fenomeno del razionamento del credito viene approfondito dal punto di vista teorico del Capitolo II. In sostanza consiste nel fatto che nel mercato del credito esisterà sempre una parte di richiedenti, sopra un certo livello di rischio, che non può essere soddisfatta dai prestiti bancari.

[31] Per approfondimenti Ivashina, V. e Scharfstein, D. (2009) "Bank lending during the financial crisis of 2008", Journal of Financial Economics 97, 2010, pp. 319-338.

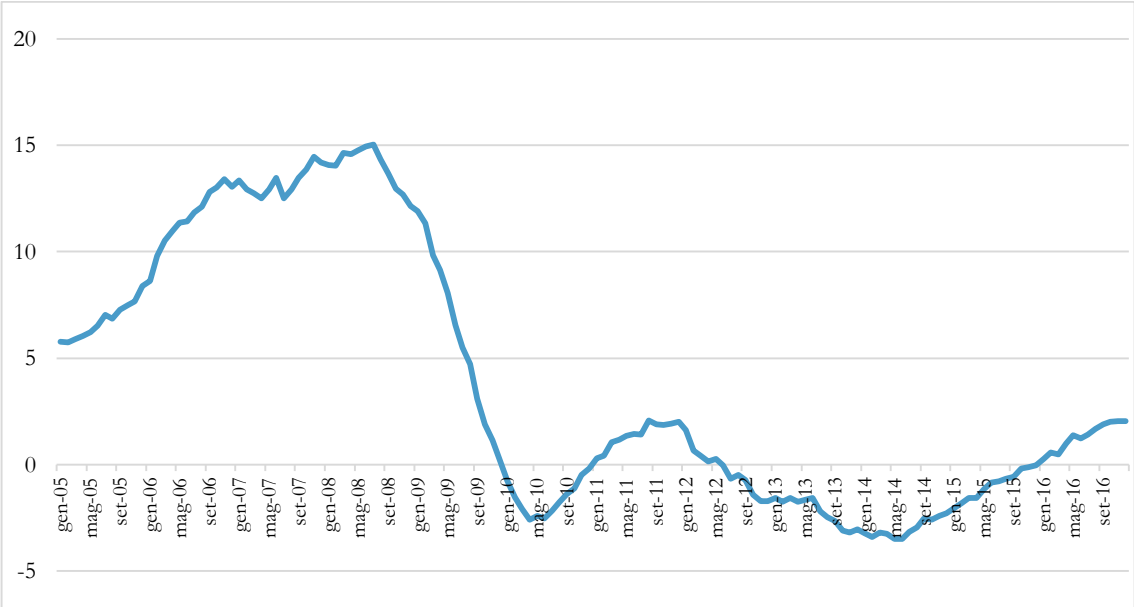

Grafico 1.6: Tassi di crescita mensili, dei prestiti erogati alle imprese da parte delle istituzioni finanziarie nell'area europea da gennaio 2005 a Dicembre 2016. Fonte: Elaborazione personale, dati BCE, al 10/01/2017.

- Tassi di rendimento non soddisfacenti

Un altro aspetto da tenere in considerazione analizzando il settore finanziario è la situazione dei tassi di rendimento delle attività finanziarie in seguito alle politiche monetarie non convenzionali della Fed e della BCE. In particolare ai fini della nostra analisi, che in questo momento mira a spiegare le ragioni della creazione di uno spazio di mercato per il Peer to Peer Lending, ci soffermiamo sugli effetti della crisi sui tassi dei titoli obbligazionari e dei titoli di stato. Investimenti in prestiti tramite piattaforme di peer to peer lending possono costituite una valida alternativa in termini di tasso di rendimento e rischio associato.

Le manovre di politica monetaria non convenzionali,[32] che possono essere implementate dalla Banca Centrale di un paese o di un'Unione Monetaria consistono nell'acquisto di titoli con scadenza a medio lungo termine, in modo da immettere liquidità nel mercato e rilanciare l'economia reale. Molti studi hanno analizzato gli effetti delle manovre di Quantitative Easing (Joyce et al., 2012; Krishnamurthy e Vissing-Jorgensen, 2011).

[32] Comunemente chiamata Quantitative Easing.

Il programma della BCE di acquisto di titoli per sessanta miliardi di euro al mese, iniziato a Marzo 2015 è continuato fino a Settembre 2016, secondo la decisione BCE/2015/10. A Dicembre 2016 poi c'è stata una nuova riunione a Francoforte per decidere il futuro del Q.E. dopo Marzo 2017, nella quale è stato stabilito che l'acquisto di titoli resterà stabile a 80 miliardi al mese fino a marzo 2017, mentre da Aprile a Dicembre 2017 si scenderà a 60 miliardi al mese. [33]

Data la situazione descritta, i tassi d'interesse delle attività finanziarie sono generalmente bassi, a tal proposito di vedano i grafici 1.7 e 1.8. Molti investitori sono alla ricerca di modalità alternative di investimento rispetto alle obbligazioni governative. I prestiti peer to peer si presentano quindi come delle valide possibilità.

- Regolamentazione

La scarsa regolamentazione della fattispecie del Peer to Peer Lending consente alle piattaforme di operare senza le restrizioni stringenti del settore finanziario tradizionale.

- Investimento minimo limitato

Un altro fattore che ha reso possibile la rapida crescita del modello di business delle piattaforme è che dal lato investitori, la soglia minima per poter investire è etremamente bassa (per esempio, Prosper 25 $, Zopa 10 $) ciò attrae molti individui e consente anche nelle prime fasi di sviluppo della piattaforme di avere un numero consistente di investitori. Le soglie minime differiscono per ogni piattaforma.

[33] "La BCE prolunga il Q.E: a tutto il 2017, ma lo rallenta", Il Sole 24 Ore, 9 Dicembre 2016, articolo disponibile al seguente link http://www.ilsole24ore.com/art/mondo/2016-12-08/la-bce-prolunga-qe-ma-rallenta-214958.shtml?uuid=ADWHo69B

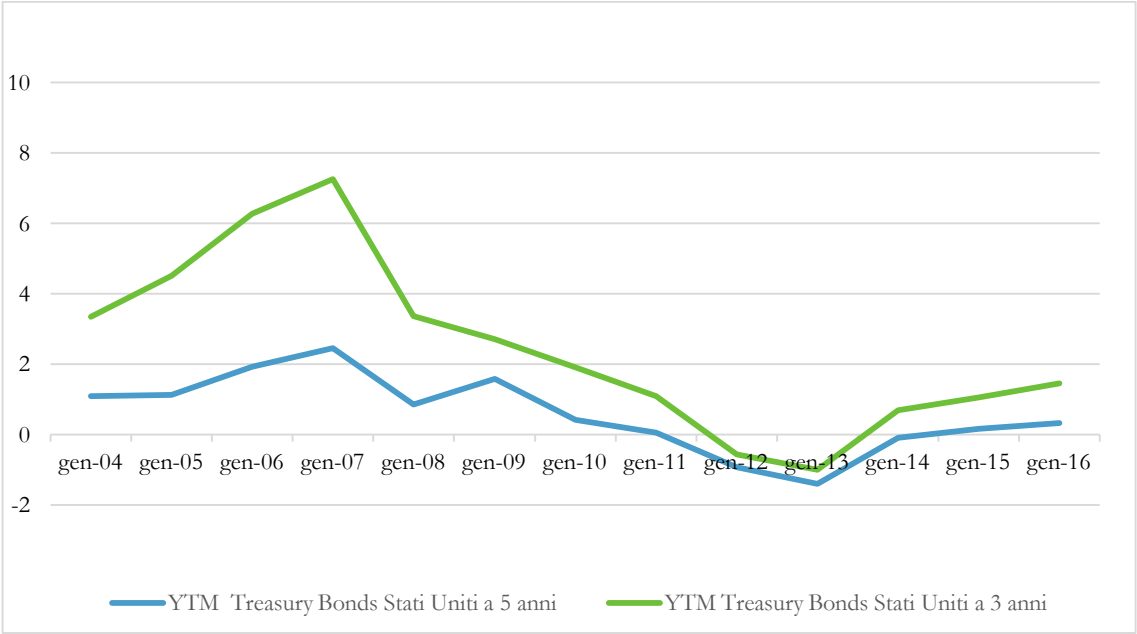

Grafico 1.7: YTM dei titoli di stato statunitensi a 3 e 5 anni da Gennaio 2004 a Gennaio 2016. Fonte: Elaborazione personale, dati Federal Reserve, aggiornati al 3/01/2017.

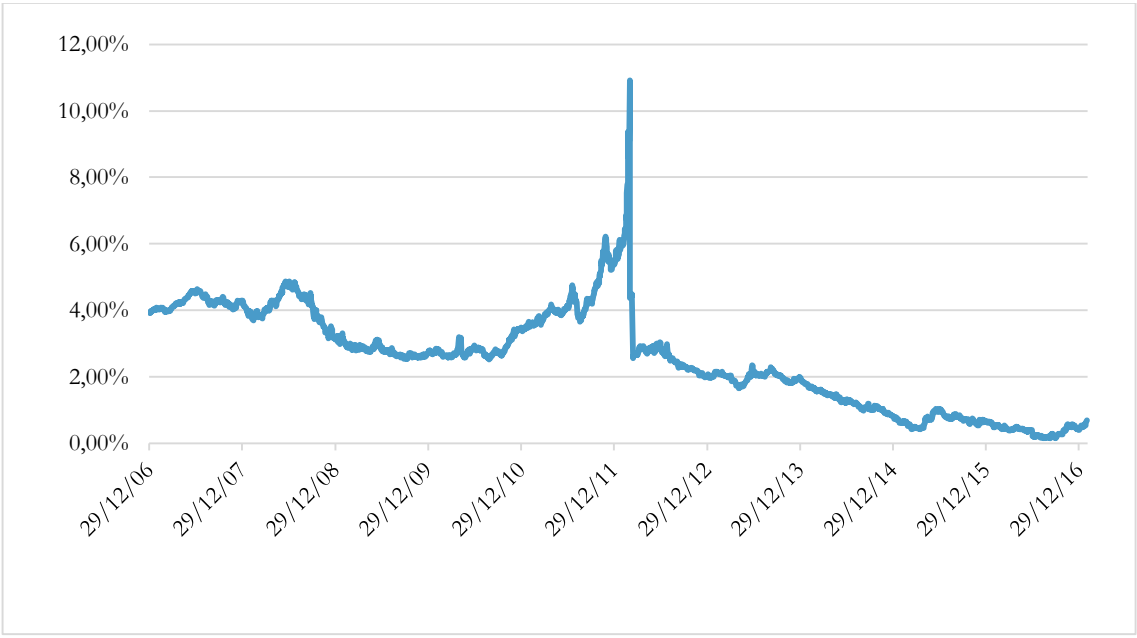

Grafico 1.8: YTM dei titoli di stato dell'area europea da Dicembre 2006 a Dicembre 2016, rappresentati dall'indice S&P Eurozone Sovereign Bond Index. Fonte: Elaborazione personale, dati S&P Dow Jones Indeces, aggiornati al 31/01/2017.

1.6 Piattaforme di Peer to Peer Lending e Istituti di Credito

È importante a questo punto chiarire quali siano i punti in comune e le differenze rispetto agli istituti di credito tradizionali nel modo di operare per mettere in luce i rischi e le opportunità relativi all'erogazione del credito tramite il Peer to Peer Lending, sia per i richiedenti che per gli investitori.

La tabella 1.2 riporta le principali differenze tra piattaforme e istituti di credito tradizionali.

Il modello di business delle piattaforme di P2P Lending si differenzia rispetto a quello delle banche.

Piattaforme di P2P Lending	Istituti di credito
Non si assumono il rischio di credito (con alcune eccezioni)	Si assumono il rischio di credito
Merito di credito determinato anche con criteri "soft"	Merito di credito determinato con criteri "hard"
Costi strutturali contenuti	Costi strutturali elevati
Regolamentazione semplificata, no requisiti patrimoniali stringenti	Regolamentazione complessa, requisiti patrimoniali stringenti
Procedure semplici e veloci di richiesta erogazione dei prestiti	Procedure complesse e lente di richiesta erogazione dei prestiti
Rischio operativo	Rischio operativo
Rischio di mercato contenuto	Rischio di mercato elevato
Trasparenza elevata	Trasparenza limitata

Tabella 1.2: Confronto tra Istituti di credito e Piattaforme di Peer to Peer Lending. Fonte: Elaborazione personale.

La differenza sostanziale è che le prime non prestano i propri fondi, ma agiscono semplicemente come collegamento tra due soggetti[34]: prestatori e richiedenti, queste non si assumono il rischio di credito e non sono esposte direttamente alle perdite legate alle

[34] Anche se esistono alcuni modelli di piattaforme che iscrivono nei propri bilanci i prestiti erogati, per esempio Youcredit, piattaforme francese che opera anche in Italia con licenza bancaria.

perfomances dei prestiti, di conseguenza non devono detenere capitale per assorbire le perdite come è richiesto alle banche.

La gestione del rischio operativo, cioè del fallimento della piattaforma stessa, è comunque rilevante anche nel Peer to Peer Lending. Le piattaforme devono adottare misure per i rischi legati a frodi e attacchi informatici.

Le banche svolgono la funzione di raccogliere denaro tramite depositi e altri strumenti e li prestano ad un insieme di soggetti ad un certo tasso d'interesse per ottenere un profitto, mentre le piattaforme ricevono commissioni sui prestiti.

Nei prestiti bancari, i depositanti non hanno alcun ruolo attivo nella determinazione del tasso d'interesse che matura sui fondi depositati e coloro che devono prendere a prestito non possono influenzare il tasso d'interesse che gli verrà applicato né la possibilità di ottenere il finanziamento; nel modello peer to peer invece, in alcuni casi è possibile per gli investitori stabilire il tasso d'interesse che intendono ricevere e per i richiedenti è possibile "influenzare" il proprio merito creditizio instaurando rapporti di fiducia e dinamiche di gruppo adeguate. Prosper, a questo proprosito, dava la possibilità di creare dei gruppi all'interno della comunità di richiedenti, approfondiamo questo aspetto nel Capiolo III.

Il principale problema delle piattaforme di Peer to Peer Lending è l'asimmetria informativa, le banche infatti svolgono il ruolo primario di ridurre tale problematica come vedremo nel prossimo capitolo. L'assenza del ruolo di intermediario finanziario solitamente svolto dalle banche[35], richiede alle piattaforme di avere un sistema differente per determinare il merito di credito di coloro che chiedono a prestito e sistemi di selezione automatica degli investimenti in base a dei criteri predefiniti stabiliti dagli investitori. Oltre ai criteri per le determinazione del rischio di credito, definiti hard (credit score, debiti esistenti, lavoro, reddito), le piattaforme di Peer to Peer Lending utilizzano anche informazioni così dette soft (relazioni sociali, endorsements, group affiliation, emotional appeal).

Il valore dello spread tra il tasso di rendimento e il tasso free risk deve corrispondere alla qualità del credito, cioè all'affidabilità e al merito di credito del richiedente. Molta della

[35] L'unicità delle banche consiste nel svolgere tre funzioni: screening, monitoring, e auditing per ridurre le tre conseguenze dell'asimmetria informativa (selezione avversa, azzardo morale e manipolazione dei flussi di cassa) di cui tratteremo nel secondo capitolo.

letteratura sulle piattaforme di Peer to Peer Lending si concentra su questi aspetti e ha dimostrato l'affidabilità e l'efficacia dei sistemi di misurazione del rischio di credito (Emekter et al., 2014; Cinca et al., 2015, si veda il Capitolo III per un approfondimento in materia).

C'è chi potrebbe sostenere che le piattaforme di Peer to Peer Lending non sono incentivate a determinare in modo appropriato il rischio di credito, in quanto non prestano denaro da loro posseduto [36]. In altre parole un rischio associato alle piattaforme è che ci sia un conflitto di interessi che porta le piattaforme ad erogare elevate quantità di prestiti, ricevendo le rispettive commissioni sul numero di prestiti, generando problemi di selezione avversa. [37] Anche se la piattaforma non si fa carico del rischio di credito[38], la redditività della piattaforma è determinata dal tasso di default dei crediti degli investitori e la capacità di attirare nuovi investitori, dipende dal tasso di remunerazione associato al rischio che i prestiti riescono a corrispondere.

Il rischio di mercato è molto più basso rispetto ai tradizionali intermediari. Il rischio che uno shock che colpisce una piattaforma si propaghi e contagi altre piattaforme e il sistema finanziario in generale è molto più basso rispetto a quello delle banche. Dalla parte dei richiedenti in caso di recessione o shock macroeconomici negativi ci si aspetta che il rischio di default segua gli stessi meccanismi del sistema finanziario tradizionale poiché il rischio di credito è calcolato in modo simile. Dal lato degli investitori invece la situazione cambia in primo luogo perché in caso di difficoltà la piattaforma non deve restringere l'erogazione del credito per far fronte ai requisiti patrimoniali e avrebbe una maggiore resilienza a situazioni di crisi. Una crisi del settore bancario inoltre ha forti ripercussioni sull'economia reale, poiché le banche hanno un ruolo fondamentale nel finanziamento di attività a breve termine, mentre gli investimenti in queste piattaforme non sono considerati liquidi di conseguenza hanno poco impatto sul livello dei consumi. Le piattaforme tendono ad avere un unico mercato di riferimento, poche operano "cross border", nonostante la natura digitale, infatti, esiste una

[36] Il concetto di "skin in the game".

[37] Aspetto che è stato sollevato anche da Roberto Condulmari, fondatore di P2P Lending Italia, durante l'incontro che ho avuto il 16 Gennaio 2017, presso la sede di Lugano.

[38] Rischio che il finanziato sia insolvente, per malafede o per il peggioramento non previsto delle condizioni economiche e perdite stimate in caso di insolvenza.

forte barriera data dalla difficoltà di reperire informazioni circa le diverse legislazioni in materia.

La trasparenza delle informazioni fornite agli investitori è molto elevata se comparata con quella dei tradizionali intermediari finanziari. Al fine di effettuare l'analisi dell'ecosistema italiano e inglese (Capitolo IV), ho potuto reperire dati puntuali sui prestiti erogati tramite le piattaforme dai "loan books" disponibili online, sui siti delle piattaforme. Inoltre per quanto riguarda il mercato inglese, la P2P Finance Association pubblica dati aggregati e per singola piattaforma, comparabili. Altfi, società di data analytics specializzata nella finanza alternativa in Inghilterra raccoglie dati direttamente delle piattaforme al fine di generare informazioni riguardanti i rendimenti e i volumi tramite due indici. Secondo quanto riporta P2P Lending Italia in un post pubblicato il 13 Febbraio 2017, facendo il resoconto di quanto è emerso al seminario dell'8 e 9 Febbraio 2017 di Altfi a Londra, nel mercato inglese la trasparenza dei dati è un elemento sul quale si sta focalizzando l'attenzione "Le quattro maggiori piattaforme UK, Zopa, Funding Circle, RateSetter e Market Invoice, che rappresentano oltre il 75% dei volumi originati dal mercato UK, hanno automatizzato il processo di trasferimento ad AltFi dei dati giornalieri relativi ai loro portafogli, a livello di ogni singolo prestito. Questo permette ora ad AltFi di omogenizzare i metodi di calcolo dei rendimenti." .

Capitolo II

Intermediari Finanziari

2.1 Ruolo degli intermediari finanziari - 2.1.1 Intermediari nella finanza diretta - 2.1.2 Intermediari nella finanza indiretta - 2.2 Perché esistono le banche? - 2.2.1 Asimmetria informativa nel mercato del credito - 2.2.2 Meccanismi di riduzione dell'asimmetria informativa - 2.3 Razionamento del credito e Peer to Peer Lending - 2.4 Tassi di interesse, rischio e rendimento

2.1 Ruolo degli intermediari finanziari

Tradizionalmente imprese e individui possono ottenere finanziamenti attraverso la finanza diretta (mercati finanziari), con l'emissione di azioni e obbligazioni, e indiretta, attraverso prestiti erogati da intermediari, principalmente bancari nel contesto europeo. L'attività bancaria di erogazione di credito e raccolta di risparmio è la funzione di intermediazione più conosciuta, ma ne esistono altre; tutte queste attività sono accomunate dalla ricerca di informazioni, infatti gran parte della teoria bancaria e degli intermediari finanziari studia la produzione e la diffusione dell'informazione come attività tipica degli intermediari e loro ragion d'essere. Non esiste una definizione univoca dal punto di vista internazionale di intermediari finanziari. La Banca Centrale Europea non dà una definizione, si limita a distinguerli in "Monetary Financial institutions" (MFIs) e "Other Financial Intermediaries" (OFIs).

La CONSOB ha elaborato la seguente definizione: "gli intermediari finanziari sono istituzioni che collegano i soggetti con surplus finanziario, i centri di formazione del risparmio, tipicamente individui e famiglie con le unità in deficit finanziario (che intendono realizzare investimenti), tipicamente le imprese, favorendo la trasformazione del risparmio in investimenti produttivi".[39]

La teoria degli intermediari finanziari, che cerca di spiegare le ragioni dell'esistenza di questi ultimi, trova come motivazioni principali: la preferenza da parte degli investitori nel detenere attività a breve termine e a basso rischio e la necessità da parte dei richiedenti di finanziamenti con scadenze più lunghe e rischi maggiori. Mediante la trasformazione di scadenze e di rischi, la riduzione dei costi di transazione[40] (Benston e Smith, 1976), soprattutto quelli di screening,

---

[39] Definizione disponibile al sito web della CONSOB (Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari) al seguente link: http://www.consob.it/web/investor-education/gli-intermediari-finanziari. La CONSOB, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, istituita con la legge n. 216 del 7 giugno 1974, è un'autorità amministrativa indipendente, dotata di personalità giuridica e piena autonomia con la legge 281 del 1985, la cui attività è rivolta alla tutela degli investitori, all'efficienza, alla trasparenza e allo sviluppo del mercato mobiliare italiano.

[40] Con il termine costi di transazione si fa riferimento ai costi necessari per la ricerca della controparte (signaling costs), per la valutazione e selezione di questa (selection costs) e per il controllo della controparte (monitoring costs).

cioè di ricerca della controparte e riduzione delle asimmetrie informative (Diamond 1984, Leland e Pyle, 1976), le banche hanno la capacità di conciliare le due necessità sopracitate.

Gurley e Shaw (1960) sono i primi ad analizzare il ruolo degli intermediari finanziari e dimostrano come questi, grazie allo sfruttamento delle economie di scala, riescano ad allocare il risparmio ad un costo minore rispetto al finanziamento diretto. I costi di transazione connessi agli scambi finanziari vengono analizzati anche da Benston et al., (1976), arrivando alle medesime conclusioni. Gli intermediari sono in grado di ridurre i costi di transazione poiché consentono di beneficiare delle economia di scala, di scopo e di specializzazione[41].

Gli intermediari finanziari nel loro complesso svolgono una pluralità di attività e servizi finanziari[42]:

- operazioni di pagamento/incasso di denaro;
- gestione di carte di credito/debito;
- prestiti monetari (nelle diverse forme possibili);
- rilascio di garanzie e di impegni di firma;
- intermediazione non discrezionale (senza delega) di strumenti finanziari per l'investimento del risparmio privato (raccolta e trasmissione, negoziazione contro terzi di ordini di compravendita di strumenti finanziari in mercati organizzati e distribuzione di prodotti finanziari);
- consulenza in materia di investimenti in prodotti finanziari;
- intermediazione discrezionale del risparmio finanziario privato con diversificazione dei rischi di portafoglio (attività di gestione di patrimoni collettivi e individuali);
- organizzazione di sindacati di collocamento.

---

[41] Le economie di scala rappresentano la diminuzione dei costi medi di produzione in relazione alla crescita della dimensione della stessa, le economie di scopo sono conseguibili impiegando le stesse risorse in diverse attività produttive, economie di specializzazione si raggiungono attraverso la facalizzazione in un'attività.

[42] Lista della CONSOB, Autorità italiana per la vigilanza dei mercati finanziari. Disponibile al seguente link: http://www.consob.it/web/investor-education/gli-intermediari-finanziari

Gli intermediari finanziari possono essere divisi in quattro categorie[43]:

- intermediari creditizi (si distinguono a loro volta in bancari e non bancari);
- intermediari assicurativi;
- intermediari mobiliari;
- intermediari che si occupano di negoziazione.

I primi due appartengono alle finanza indiretta gli altri due alla finanza diretta, la figura 2.1 rappresenta tale classificazione.

Figura 2.1: Rappresentazione della classificazione degli operatori della finanza diretta e della finanza indiretta. Fonte: Elaborazione personale.

2.1.1 Intermediari nella finanza diretta

Le aziende, per finanziarsi, attraverso risorse esterne, possono fare ricorso ai mercati finanziari, emettendo azioni o obbligazioni; tale sistema viene definito finanza diretta poiché c'è un contatto diretto tra prestatore e richiedente. Nei mercati finanziari le transazioni

[43] Elaborazione personale sulla base degli elenchi e albi degli intermediari bancari finanziari vigilati dalla Banca d'Italia. (Fonte: https://infostat.bancaditalia.it/giava-inquiry-public/flex/Giava/GIAVAFEInquiry.html)

vengono effettuate tramite dealers, market makers, brokers, specialists. Questi svolgono un ruolo importante nell'incontro tra domanda e offerta e ricoprono una funzione di negoziazione. Questi intermediari comprano e cedono partecipazioni finanziarie per conto di terzi, concedono finanziamenti, svolgono servizi di pagamento o di intermediazione sui cambi. Una delle figure di intermediazione più importante nel mercato finanziario è il market maker che si impegna a garantire dei prezzi di acquisto e di vendita. Altre due figure sono quelle del broker, che compra e vende titoli su richiesta dei propri clienti, su commissione e il dealer che invece opera per proprio conto e viene remunerato sulla base di interessi sul capitale investito. Un ulteriore esempio è lo specialist, solitamente incaricato da una società emittente titoli, ha il ruolo di garantire una certa liquidità di un determinato titolo, formulando proposte di acquisto e vendita. Gli intermediari nei mercati finanziari svolgono quindi il ruolo di facilitare e favorire lo scambio di titoli tramite le attività di collocamento, trading, consulenza e di gestione del portafoglio.

Una seconda tipologia di intermediari nei mercati finanziari è quella che si occupa dei servizi di emissione e collocamento dei titoli sul mercato primario e quelli che svolgono servizi di consulenza e gestione degli investimenti: società di intermediazione mobiliare come le banche d'investimento e merchant banks.

Gli intermediari mobiliari, in Italia chiamati SIM, sono le società Società di Intermediazione Mobiliare iscritte in un apposito albo tenuto dalla Consob. A loro, insieme alle altre imprese di investimento e alle banche, è riservato l'esercizio professionale dei servizi di investimento nei confronti del pubblico. Le SIM possono operare nei mercati regolamentati italiani, nei mercati comunitari e nei mercati extracomunitari riconosciuti dalla Consob. Le SIM svolgono attività di (Sito web Banca D'Italia):

- negoziazione titoli per conto terzi (brokerage);
- collocamento dei titoli senza garanzia (selling);
- negoziazione titoli per conto proprio (dealing);
- collocamento dei titoli con garanzia (underwriting);
- gestione di portafogli finanziari;
- raccolta e trasferimento di ordini di acquisto e vendita.

Le SIM che svolgono attività di dealing/underwriting hanno un portafoglio di titoli di proprietà e quindi sono soggette al rischio di mercato perché proprietari dell'azione

trattata. Le SIM che invece si occupano di brokerage/selling negoziano per conto terzi e dunque vanno incontro soltanto ad un rischio operativo e di reputazione. (Sito web Banca d'Italia)[44]

Le Società di gestione collettiva del risparmio (SGR)[45] svolgono funzioni di asset management. Le SGR sono autorizzate a (Sito web Consob):

- gestire fondi comuni di propria istituzione e patrimoni di SICAV o SICAF
- prestare il servizio di gestione di portafogli
- prestare il servizio di consulenza in materia di investimenti
- prestare il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, qualora autorizzate a prestare il servizio di gestione di Fondi di investimento alternativi (FIA).

Gli OICR, Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio sono i fondi Comuni di Investimento aperti e chiusi e le Sicav[46]. Questi offrono diversificazione degli investimenti, professionalità nella gestione del risparmio, diminuzione nei costi di gestione.

I fondi comuni di investimento si distinguono in fondi aperti e chiusi con PIC o PAC cioè un unico versamento o più versamenti, ad accumulazione o distribuzione, contrattuali o statutari, aperti armonizzati e non armonizzati.

---

[45] Le SGR sono società per azioni alle quali è riservata la possibilità di prestare congiuntamente il servizio di gestione collettiva e individuale di patrimoni. (Sito web Banca D'Italia).

[46] Le SICAV acronimo di Società di investimento a capitale variabile e le SICAF (Società di investimento a capitale fisso) sono organismi di investimento collettivo del risparmio costituiti in forma societaria, introdotti nel nostro ordinamento rispettivamente dal decreto legislativo 84/1992 e dal decreto legislativo 44/2014 e attualmente disciplinati dal Testo Unico della Finanza (TUF). Gli investitori nel patrimonio di una SICAV possono in qualunque momento ottenere il rimborso del loro investimento, gli investitori nel patrimonio di una SICAF sono vincolati a mantenere il loro investimento per tutta la durata della società. (Sito web Consob).

2.1.2 Intermediari nella finanza indiretta

In alternativa aziende e individui possono richiedere prestiti e investire denaro tramite la finanza indiretta, in questo modo non c'è collegamento diretto tra richiedenti prestiti e prestatori.

Gli intermediari della finanza indiretta possono essere distinti in: [47]

- creditizi: bancari e non bancari
- di partecipazione ed investimento (Fondi di Private Equity, Venture Capital, Holding Finanziarie)
- assicurativi.

Il principale intermediario della finanza indiretta è quello creditizio bancario, raccoglie i depositi ed eroga prestiti ad un tasso di interesse più elevato rispetto a quello che paga ai prestatori. Queste funzioni sono le attività fondamentali svolte dalle banche e sono a loro riservate. L'Art. 10 del TUB[48], comma 1 definisce in questo modo l'attività bancaria: "l'esercizio congiunto della raccolta di risparmio e di fondi liquidi tra il pubblico e della concessione del credito", queste sono le operazioni fondamentali: attività che la banca deve svolgere per essere definita tale. Oltre a quete attività svolge operazioni accessorie, definite dal comma 3 dello stesso articolo del Testo Unico Bancario.

Gli intermediari creditizi non bancari sono le società di leasing, di factoring e le società di credito al consumo[49]. Queste ultime si distinguono dagli intermediari creditizi bancari perché hanno il divieto di raccogliere il risparmio tra il pubblico tramite i depositi e solitamente sono specializzate nell'erogazione di particolari tipologie di finanziamento. Questi raccolgono le

---

[47] Elaborazione personale sulla base dell'elenco degli albi degli intermediari finanziari della Consob.

[48] Art. 10 TUB, comma 1, Titolo II, Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, D.Lgs. 1 Settembre 1993, n. 385, aggiornato al D.Lgs 21 Aprile 2016. Tale comma definisce l'attività bancaria.

[49] Credito al Consumo rientra nella disciplina del TUB Art. 121 – 126, Capo II, Titolo VI, si caratterizza per il fatto che i capitali non vanno a finanziare investimenti ma le spese delle famiglie. Le società di leasing finanziano l'acquisto di beni alle imprese e le società di factoring finanziano i crediti delle imprese.

risorse tramite altri canali, per esempio, attraverso il mercato interbancario. Tra gli intermediari della finanza indiretta oltre a quelli creditizi troviamo quelli assicurativi[50], "L'attivita' di intermediazione assicurativa e riassicurativa consiste nel presentare o proporre prodotti assicurativi e riassicurativi o nel prestare assistenza e consulenza finalizzate a tale attivita' e, se previsto dall'incarico intermediativo, nella conclusione dei contratti ovvero nella collaborazione alla gestione o all'esecuzione, segnatamente in caso di sinistri, dei contratti stipulati." (Art. 106, Capo I, Titolo IX, Codice delle Assicurazioni.)

Ai fini del nostro lavoro ci concentriamo sul ruolo svolto dagli intermediari creditizi bancari poiché questi svolgono una funzione paragonabile alle piattaforme di peer to peer lending: erogano finanziamenti ad imprese ad individui sotto forma di prestiti e raccolgono denaro tra una moltitudine di piccoli investitori, cioè i risparmiatori. Per questa ragione non sono considerati i fondi che investono in capitale di rischio delle imprese, come i fondi di Venture Capital e Private Equity che favoriscono le fasi di sviluppo delle imprese e nemmeno le società mobiliari.

2.2 Perché esistono le banche ?

Le principali funzioni svolte dalle banche, nell'esercizio della loro attività tipica, a cui fa riferimento l'Art. 10, comma 1 del TUB[51] sono le seguenti:[52]

- Trasformazione delle attività

La banca raccoglie denaro sotto forma di depositi rimborsabili in qualsiasi momento e li trasforma in attività finanziarie meno liquide, come i prestiti.

---

[51] Le banche non svolgono solo intermediazione creditizia, cioè raccolta del risparmio ed erogazione del credito; oltre a concedere prestiti a imprese e famiglie, acquistano attività finanziarie di varia natura: detengono titoli, effettuano operazioni interbancarie, concedono finanziamenti ad altri intermediari finanziari. Ai fini del nostro lavoro in questo momento ci focalizziamo sull'attività fondamentale.

[52] Williamson (1986), Leland e Pyle (1976), Freixas e Rochet (2008), sito web Banca d'Italia.

- Trasformazione delle dimensioni

La banca raccoglie depositi solitamente di piccole dimensioni e investe in prestiti di volume molto più consistente, mutui e prestiti alle imprese.

- Trasformazione della qualità – gestione del rischio

Per i piccoli investitori è difficile diversificare il proprio portafoglio, le banche offrono a livello teorico un miglior rapporto rischio-rendimento. Rispetto ai singoli risparmiatori, la banca ha il vantaggio di poter diversificare maggiormente i rischi. Le banche hanno una dimensione sufficiente per poter effettuare prestiti a soggetti che operano in luoghi e settori diversi in modo da limitare la probabilità che tutti quanti possano trovarsi contemporaneamente in difficoltà.

- Trasformazione delle scadenze

Le banche trasformano passività a breve termine, in attività a lungo termine; sono in grado di utilizzare parte della raccolta per finanziare attività a lunga durata, come i prestiti alle imprese e i mutui alle famiglie. Consentono di soddisfare la preferenza per la liquidità e l'avversione al rischio di perdita del capitale dei risparmiatori. Questi possono ritirare i fondi in qualsiasi momento. Inoltre soddisfano richiedenti prestiti, che necessitano di avere risorse stabili, sotto forma di finanziamenti con scadenze a medio lungo termine.

2.2.1 Asimmetria informativa nel mercato del credito

Numerosi mercati sono caratterizzati da differenze nelle informazioni possedute da compratori e venditori. Il concetto di asimmetrie informative viene introdotto per la prima volta nel paper "The Market for "lemons": Quality Uncertainty and Market Mechanism" da G. A. Akerlof (1970). Nel mercato dei beni è il venditore che detiene maggiori informazioni riguardo alla merce. Affinché il mercato del credito sia efficiente, tutte le informazioni potenzialmente utili devono essere trasmesse agli agenti che operano nel mercato, ma l'informazione è costosa perciò nel mercato del credito tende a non esserci equa distribuzione dell'informazione. Nei mercati finanziari ed in particolare nel mercato del credito, le asimmetrie informative sono particolarmente accentuate. "I richiedenti prestiti infatti, conoscono le proprie garanzie e rettitudine morale meglio degli investitori e gli imprenditori

che cercano finanziamenti per il proprio business hanno maggiori informazioni sul proprio progetto rispetto ai soggetti che devono allocare le proprie risorse." (Leland e Pyle, 1976, p. 371) A possedere maggiori informazioni riguardo l'investimento nel mercato del credito è quindi colui che richiede il finanziamento, rispetto ai prestatori.

L'asimmetria informativa può essere ridotta tramite il ricorso a istituzioni che fungono da intermediario. G. A. Akerlof (1970) parla di "counteracting institution", facendo riferimento al fatto che se un nuovo prodotto viene venduto da un grande marchio già conosciuto e di successo, l'incertezza rispetto alla sua qualità è ridotta, rispetto ad un nuovo prodotto offerto da una società non ancora affermata e riconosciuta.

Nel tradizionale mercato del credito, per superare i problemi dell'asimmetria informativa, la banca richiede che il soggetto che intende divenire debitore, debba fornire informazioni necessarie su se stesso, sulla propria storia creditizia, sull'azienda e sul progetto che intende finanziare; la banca seleziona le richieste di finanziamento, secondo il business plan, FICO score[53], reddito, storia creditizia e l'insieme delle informazioni definite "hard"[54]. La teoria dell'economia dell'informazione suggerisce che le banche cercano di acquisire informazioni fino al momento in cui il costo di acquisirne ulteriori non supera il beneficio marginale (Goldman 1978, Stigler 1961).

L'asimmetria informativa ha tre diverse implicazioni a seconda del momento (Freixas e Rochet, 2008):

- Selezione avversa – prima del contratto
- Azzardo morale – durante il contratto
- Manipolazione dei flussi di cassa – dopo il contratto

Per spiegare il concetto di selezione avversa facciamo riferimento a quanto riportano Freixas e Rochet (2008). In generale la selezione avversa si verifica quando, nel mercato, i compratori

---

[53] Misura del rischio di credito utilizzata negli Stati Uniti, introdotta nel 1989 dall'azienda Fair Isaac & Company, da cui l'acronimo. Considera diversi elementi in percentuali differenti: reddito posseduto, pagamenti, richieste passate, storia creditiza, tipologie di debiti.

[54] Nella letteratura del peer to peer lending si fa una distinzione tra le informazioni hard e soft del richidente prestiti, si veda a questo proposito il capitolo III.

non hanno adeguate informazioni riguardo alla qualità di un bene e quindi tendono ad essere disposti a pagare un prezzo basso, questo scoraggia i venditori ad offrire merci di elevata qualità (Freixas e Rochet, 2008). Tale fenomeno viene spiegato da G. A. Akerlof (1970) attraverso l'esempio del mercato delle auto usate e del mercato assicurativo. Prendiamo in considerazione il primo esempio. In tale mercato, spiega Akerlof, esistono due tipi di auto: quelle di buona qualità e quelle di cattiva qualità. Il venditore conosce con certezza la qualità dell'auto che vende, mentre il compratore conosce solo con una certa probabilità se l'auto è di buona qualità; solo dopo averla usata i compratori possono conoscere la qualità dell'auto. I compratori, quindi, sono disposti ad offrire un prezzo basso, non conoscendo la qualità del bene, questo scoraggia i venditori dal vendere auto di elevata qualità. Può accadere quindi che sul mercato restino solo le auto di peggior qualità, chiamato, mercato dei "limoni"[55].

Questo meccanismo trasferito al settore dei prestiti bancari si esplicita nel seguente modo: i prestatori non sono in grado di avere sufficienti informazioni riguardo alla qualità dei progetti nel caso di prestiti alle imprese e non possono misurare adeguatamente il rischio di credito dei mutui o prestiti al consumo, di conseguenza tendono a richiedere tassi di interesse elevati. Questo meccanismo non fa altro che attrarre richiedenti prestiti con progetti a bassa probabilità di successo, disposti per questo a pagare tassi d'interesse elevati, mentre i progetti di qualità elevata a cui corrisponde un minor rischio e minor tasso d'interesse rimangono non finanziati (Freixas e Rochet, 2008).

L'azzardo morale si crea quando gli interessi del prestatore e del richiedente non sono perfettamente allineati, il prestatore non può osservare il comportamento del richiedente, di conseguenza quest'ultimo è portato ad agire nel proprio interesse, che potrebbe essere opposto a quello dell'investitore. Nel mercato dei prestiti ciò significa che i richiedenti una volta ottenuto il prestito riducono il loro impegno nel progetto aumentando la probabilità di insolvenza o di realizzazione di progetti più rischiosi con l'aumentare del tasso d'interesse, così da ottenere maggiore profitto in caso di successo (Freixas e Rochet, 2008).

La manipolazione dei flussi di cassa insorge se il prestatore non può osservare direttamente i flussi di cassa netti generati del richiedente, l'imprenditore potrebbe decidere di arrivare ad

[55] Espressione introdotta nel The Quarterly Journal of Economics (1970) da G.A. Akerlof, "limoni" sta per auto di bassa qualità.

un default strategico e non ripagare il debito, nonostante abbia le risorse per farlo (Frexas e Rochet, 2008).

2.2.2 Meccanismi di riduzione dell'asimmetria informativa

Un elemento caratterizzante le banche, che le rende totalmente uniche rispetto ad altri soggetti è il fatto di svolgere simultaneamente le attività di raccolta del risparmio ed erogazione del credito. Questo aspetto ha due conseguenze sulle banche: hanno una fonte stabile di finanziamento, rispetto ad altri creditori, e sono soggette a maggiori controlli nonchè requisiti sull'adeguamento di capitale da parte dei regolatori.

Secondo la teoria bancaria (Freixas e Rochet, 2008) ciò che rende il ruolo delle banche unico come intermediari è la capacità di mitigare i problemi generati dall'asimmetria informativa, svolgendo attività di:

- Screening - Selezione: Misurazione del rischio, attribuzione del rating, pricing del prestito. Il rischio connesso all'erogazione del prestito deve essere valutato per poi essere gestito.
- Monitoring - Monitoraggio: Prosecuzione del rapporto senza modifiche contrattuali o gestione del contenzioso se ci sono posizioni anomale, ristrutturazione del contratto.
- Auditing – Monitoraggio ex post: revoca e recupero del credito.

Secondo la letteratura sul ruolo dell'attività bancaria (Leland e Pyle, 1977; Campbell e Kracaw, 1980; Diamond, 1984; Boyd e Prescott, 1986; Bhattacharya e Thakor, 1993) i singoli investitori non hanno la capacità di svolgere attività di monitoring e screening a causa degli elevati costi fissi. Le banche hanno un vantaggio competitivo in termini di economie di scala[56] che possono sfruttare, soprattutto se la capacità di investimento del singolo investitore è ridotta e il numero dei progetti è sufficientemente alto. In un'economia senza intermediari finanziari un'impresa che ha bisogno di finanziamenti per un progetto di investimento

[56] Si hanno economie di scala quando i costi medi unitari diminuiscono al crescere dei volume di produzione o di vendita.

dovrebbe raccogliere risorse finanziarie presso un grande numero di singoli risparmiatori, il che comporterebbe per l'impresa elevati costi. A loro volta, i risparmiatori che eventualmente volessero investire le proprie risorse finanziarie direttamente, senza ricorrere all'ausilio di un intermediario finanziario, attraverso il finanziamento di un progetto di investimento di un'impresa, dovrebbero valutare individualmente la probabilità di successo del progetto stesso e la capacità del debitore di restituire il finanziamento, seguire l'impresa nel corso della realizzazione dell'investimento e verificare il regolare andamento dei pagamenti degli interessi e la restituzione del capitale prestato. La banca, in qualità di intermediario finanziario, si sostituisce a ciascun risparmiatore consentendo una riduzione dei costi di raccolta di informazioni, di valutazione e controllo.

Il modello di Diamond (1984) ci spiega per la prima volta, anche se l'idea è stata ispirata dal lavoro di Townsend (1979), il ruolo unico delle banche all'interno del sistema del mercato del credito ed introduce il concetto di "Delegated Monitoring", che verrà utilizzato da altri studiosi successivamente.

Ipotizziamo che ci siano N richiedenti prestiti, aziende neutrali al rischio che cercano finanziamenti per i loro progetti rischiosi.

- Investimento iniziale totale di ogni progetti pari a 1
- I rendimenti netti Y sono distribuiti indipendentemente
- Investitori neutrali al rischio
- Ogni investitore investe 1/m
- m: numero investitori necessari per finanziare un progetto
- Gli investitori monitorano i richiedenti prestiti ad un costo: K
- Y: Rendimento dell'investimento
- E(Y): Rendimento atteso

$$\text{Ogni progetto è profittevole se} \quad E[Y] \geq 1 + K \tag{2.1}$$

Cioè se il rendimento attesso dell'investimento e almeno uguale o maggiore all'investimento iniziale più i costi di monitoraggio.

Se ogni investitore svolge attività di monitoraggio del progetto che ha finanziato, i costi complessivi sono pari a NmK, cioè il numero dei progetti moltiplicati per il numero di investitori e per il costo di ciascun investitore sostenuto per monitorare il richiedente.

Introduciamo a questo punto il ruolo della banca e di "Delegated Monitoring". Se la banca svolge la funzione di intermediario, significa che i costi totali di monitoring sono pari a NK.

A questo c'è da aggiungere la componente del costo di default per la banca: Cn. Se i costi di default sommati ai costi di monitoring nel caso sia la banca a svolgere tale funzione sono minori dei costi complessivi di monitoring nel caso siano i singoli investitori a svolgere l'attività di monitoraggio cioè se la disuguaglianza 2.2 è verificata l'intermediazione finanziaria è la soluzione più efficiente.

$$nK + C_n < mnK \tag{2.2}$$

Il modello di Diamanod (1984) permette di concludere che delegare la funzione di monitoraggio alla banca è la soluzione più efficiente se ogni progetto è finanziato da più piccoli investitori e il numero dei progetti è sufficientemente elevato, in modo da ridurre il rischio tramite la diversificazione. (Freixas e Rochet, 2008)

Leland e Pyle (1970) sono stati i primi ad affermare che gli intermediari bancari possono aiutare a superare i problemi di asimmetria informativa. I due dimostrano che le banche sono capaci di giungere alle informazioni detenute da un imprenditore rispetto ad un progetto di investimento, partecipando all'emissione di titoli che l'impresa farà per finanziare il progetto. In uno studio pubblicato nel The Journal of Finance (1970) sostengono che l'esistenza degli intermediari finanziari è sostanzialmente dovuta all'asimmetria informativa, i costi di transazione infatti, non sono sufficienti a spiegare la loro esistenza. "We suggest that informational asymmetries may be a primary reason that intermediaries exist. For certain classes of assets, typically those related to individuals, such as mortgages or insurance-information which is not publicly available, can be obtained with an expenditure of resources. This information can benefit potential lenders; if there are some economies of scale, one might expect organizations to exist which gather and sell information about particular classes of assets." (Leland e Pyle, 1976).

Questi risultati sono piuttosto rilevanti nel contesto di questo lavoro poiché il problema dell'informazione è la principale questione affrontata dalla letteratura in materia di Peer to Peer Lending. Vedremo nel prossimo capitolo che numerosi studi hanno analizzato i meccanismi di riduzione dei problemi di asimmetria informativa nelle piattaforme di Peer to Peer Lending. Tali studi dimostrano che le piattaforme hanno le caratteristiche per essere considerate dal punto di vista teorico degli intermediari finanziari potenziali concorrenti delle

banche.

2.3 Razionamento del credito e Peer to Peer Lending

Secondo la teoria degli intermediari finanziari in un mercato con imperfetta informazione è inevitabile che si crei il fenomeno del razionamento del credito, cioè nel mercato, in equilibrio, rimangono non finanziati, possibili investimenti con NPV[57] positivo e quindi con un potenziale di redditività da generare. Dal punto di vista pratico ciò significa che c'è un gruppo di richiedenti prestiti che non verrà mai soddisfatto dai tradizionali intermediari finanziari. In altre parole la domanda totale di credito eccede l'offerta, ma le banche non aumentano il tasso d'interesse in modo da soddisfare la domanda rimanente, anche se i richiedenti sarebbero disposti a pagare un rendimento più elevato.

Tale meccanismo non rispecchia la classica legge economica della domanda e dell'offerta, secondo cui i prezzi si dovrebbero alzare fino al momento in cui la domanda eguaglia l'offerta.

Tra gli studi che analizzano il fenomeno del razionamento del credito spicca quello di Stiglitz e Weiss (1981), che spiegano le ragioni per cui in equilibrio il mercato dei prestiti nel breve e nel lungo periodo, è caratterizzato dal razionamento. Le banche nel momento in cui devono selezionare i prestiti da erogare svolgono l'attività di screening, riducendo l'asimmetria informativa e la selezione avversa. "Il tasso di interesse che un individuo è disposto a pagare può essere utilizzato come strumento di selezione, i richiedenti che sono disposti a pagare un tasso di interesse più elevato, possono, in media, avere un rischio di default maggiore, questi infatti percepiscono la propria probabilità di ripagare il debito bassa" (Stiglitz e Weiss, 1981, p. 394). Quando i tassi di rendimento si alzano, il rischio cresce e i rendimenti attesi della banca diminuiscono. Per queste ragioni, continuano i due studiosi, oltre un certo livello di tasso d'interesse, il rendimento atteso per la banca inizia a decrescere, come è evidenziato dal grafico 2.1. Il tasso di rendimento R* è il tasso di equilibrio, anche se domanda e offerta

[57] Net present Value: valore attuale dei flussi di cassa futuri generati dall'investimento.

non sono eguagliate, cioè un tasso di interesse al quale corrisponde il massimo profitto per la banca in presenza di razionamento del credito.

Partendo dall'ipotesi di progetti con gli stessi NPV, ma rischio eterogeneo, quando i tassi di interesse crescono, l'insieme dei prestiti diventa più rischioso e alcuni progetti con NPV positivo non vengono finanziati (razionamento del credito). Il grafico 2.2 rappresenta tale situazione. L'idea che sta alla base del modello è che il tasso di interesse applicato ad un certo gruppo di richiedenti prestiti non determina solo la domanda di capitale, ma influenza la rischiosità di questi (effetto della selezione avversa). La rischiosità non è osservabile mentre il NPV lo è. Stiglitz e Weiss dimostrano che il rendimento atteso è una funzione crescente del tasso di interesse applicato, quindi un aumento di R dovrebbe far aumentare il rendimento, ma fa aumentare anche la rischiosità che a sua volta riduce il rendimento atteso.

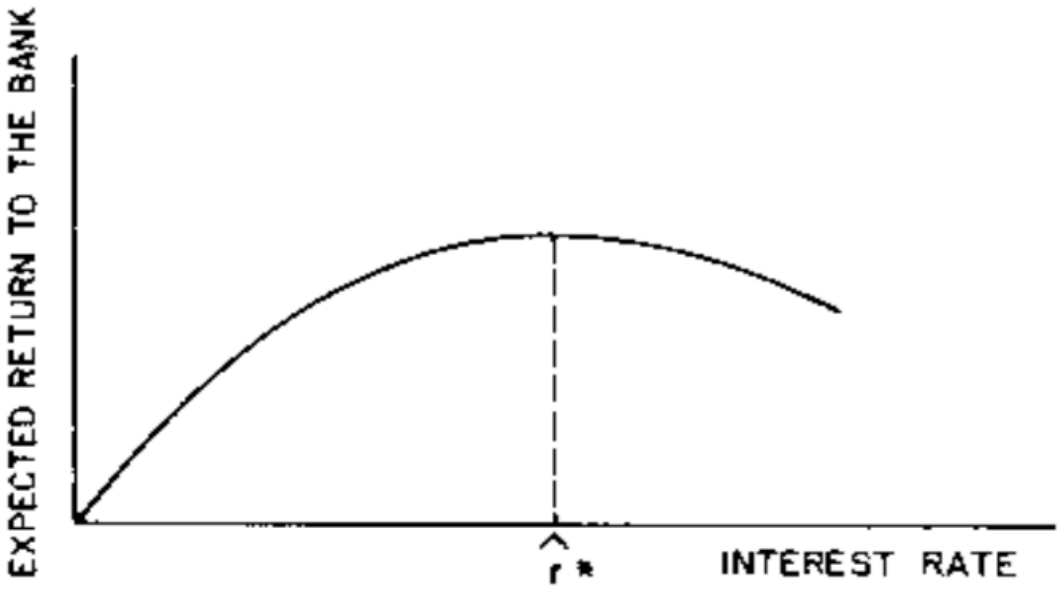

Grafico 2.1: Il grafico rappresenta il il rendimento atteso per la banca in funzione del tasso di interesse crescente. Fonte: Stiglitz e Weiss, (1981).

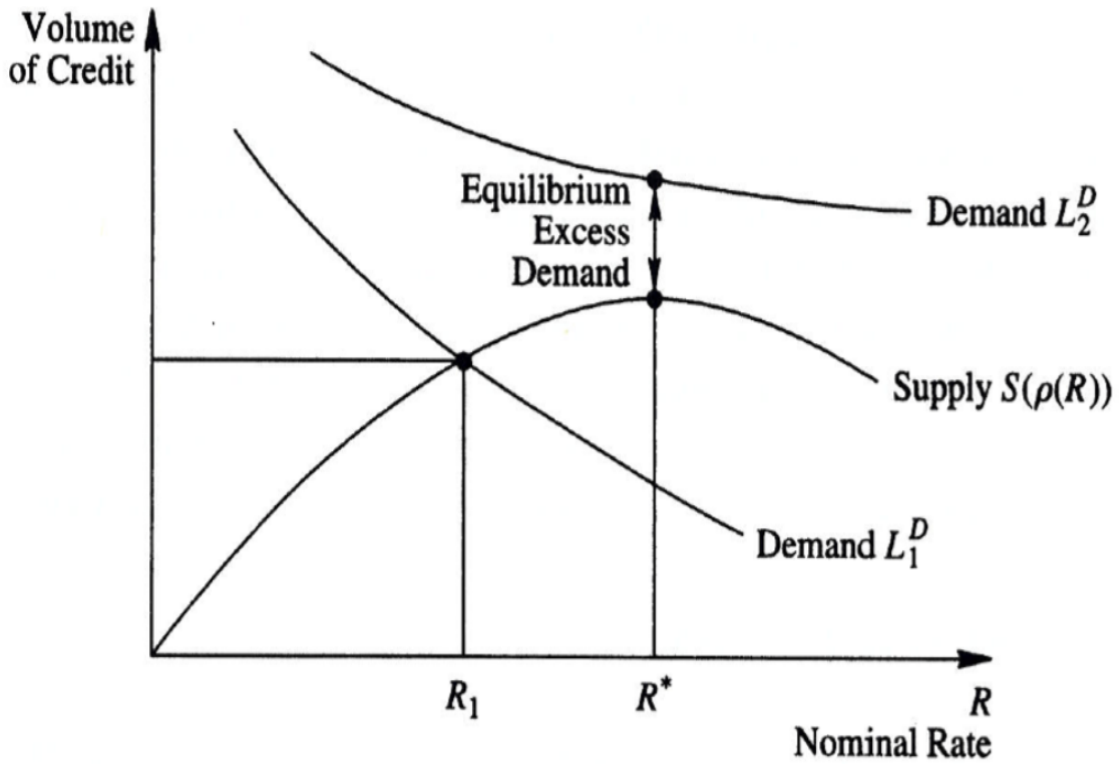

Grafico 2.2: Il grafico rappresenta l'equilibrio nel mercato dei prestiti con e senza razionamento del credito. Fonte: Freixas e Rochet, (2008).

La teoria del razionamento del credito mette in luce un fatto molto importante anche dal punto di vista pratico: esiste nel mercato del credito un segmento di richiedenti, non soddisfatto. Nel corso del tempo si sono sviluppate molte alternative al canale bancario e ai mercati regolamentati, per soddisfare questa tipologia di richiedenti. I canali di finanziamento alternativo come fondi di Venture Capital, che rientrano nella più ampia categoria dei fondi di Private Equity, fondi di debito e fondi di mezzanino erogano capitale di rischio e di debito alle imprese che non otterrebbero credito tramite il canale bancario. Questa categoria di intermediari riducono i problemi legati all'asimmetria informativa tramite l'attività di selezione (screening) e Due Diligence[58]. Le modalità di determinazione del rischio/rendimento degli investimenti e dei tassi d'interesse è del tutto diversa da quella delle banche. È all'interno di questo settore di strumenti di finanziamento alternativi che, con l'aiuto delle nuove tecnologie è nata la possibilità di erogazione di credito tramite piattaforme

[58] Raccolta delle informazioni e loro verifica, al fine di esprimere un giudizio sul valore di mercato e sul possibile rendimento futuro dell'investimento.

online, prima con il Crowdfunding (capitale di rischio o donazioni) e poi con il Peer to Peer Lending (capitale di debito).

2.4 Tassi di interesse, rischio e rendimento

L'attività creditizia è l'attività principale svolta dalle banche ed è l'attività di cui abbiamo parlato fino ad ora dal punto di vista teorico. Le banche hanno gli strumenti per erogare il credito riducendo l'asimmetria informativa, ma per farlo devono assumersi dei rischi. I principali rischi a cui l'istituto di credito va incontro sono: (Pyle, 1997)

- il rischio di liquidità (ritardi negli adempimenti dei rimborsi);
- il rischio di credito (perdita totale o parziale del capitale prestato, se il debitore è insolvente);
- il rischio di tasso d'interesse (conseguenza del fatto che la banca finanzia attività a lungo termine con passività a breve termine);
- Rischio di mercato (rischio sistemico, che coinvolge tutte le attività negoziabili);
- Rischio di cambio (diversa valuta delle attività e passività).

A livello pratico l'attività di selezione (screening) e di monitoraggio (monitoring) si articolano nella misurazione del rischio tramite l'attribuzione di un rating e di un pricing, ovvero il tasso d'interesse da addebitare al richiedente e nel controllo del livello di rischio nel corso della vita del contratto. L'attribuzione del tasso d'interesse su un prestito da erogare non è un compito semplice ed è essenziale per la banca poiché da questo dipende anche il suo margine di profitto[59].

La quantificazione del tasso d'interesse, pricing del prestito o costo del capitale per i richiedenti, è basato innanzi tutto sulla valutazione del rischio di insolvenza, la banca, a

[59] Spread tra il tasso di interesse che applica ai richiedenti e quello che paga sui depositi, chiamato Net Interest Margin.

differenza di altri intermediari[60] si assume tale rischio. Esistono vari modelli teorici per la determinazione del pricing di un prestito. Questi si distinguono in due approcci differenti. Il primo prevede di aggiungere ad un tasso base, solitamente il tasso interbancario, un mark-up che comprende il premio per il rischio ed eventuali altri costi, chiamato Comparison Pricing; tale approccio, basandosi sulle condizioni medie di mercato applicate su richiedenti con stesso merito di credito, riduce i costi di istruttoria. Il secondo modello, chiamato Intrinsic Value Pricing richiede la determinazione del rischio di credito specifico per ogni finanziamento. L'esistenza di garanzie influisce facendo diminuire il premio.

La determinante principale dei tassi d'interesse applicati sui prestiti bancari è quindi il rischio associato alla controparte determinato tramite modelli di rating, ma altri fattori entrano in gioco (Berger e Udell, 1990; Booth, 1992; Petersen e Rajan, 1994; Berger and Udell, 1995 studiano le determinati che influenzano il pricing del prestiti bancari). I modelli di pricing sono solitamente sviluppati all'interno delle banche stesse e rientrano in un insieme di informazioni riservate.

La letteratura in materia (Sutorova e Teply, 2013) studia in particolare le determinanti del margine di profitto, la differenza tra il tasso applicato sui richiedenti e quello pagato sui depositi, ovvero il rendimento per la banca. Questo indicatore di perfomance è influenzato non solo dal rischio di solvibilità dei prestiti, ma anche da altri fattori, come i requisiti di capitale. Negli ultimi anni, infatti assistiamo ad una crescente attenzione nella valutazione del rischio di credito, in seguito all'introduzione dei requisiti patrimoniali minimi da parte del Comitato di Basilea. Questi richiedono un certo livello di capitale per ogni livello di rischio assunto dalla banca.

Dal punto di vista pratico l'attività di determinazione del rating e successiva determinazione del pricing avviene nelle seguenti modalità:

- Screening : prima dell'erogazione del prestito

Prima dell'erogazione del prestito viene eseguita l'analisi di affidabilità: istruttoria di fido e

[60] Nel modello della piattaforme di peer to peer lending il rischio di insolvenza è sulle spalle degli investitori, cioè i prestiti erogati non sono iscritti tra i crediti del bilancio della piattaforma.

attribuzione rating per stimare la probabilità di insolvenza del debitore e la dimensione della possibile perdita. In questa fase vengo accertati i dati che sono stati forniti dal richiedente e nel caso il richiedente sia un'impresa viene fatta un'analisi del settore nel quale opera, delle caratteristiche generali dell'azienda (assetto proprietario, politiche di gestione, modalità di produzione e vendita) e un'analisi quantitativa per ricavare indicatori come redditività, liquidità e indebitamento e previsioni sui flussi di cassa futuri. Vengono fatte le opportune verifiche presso la Centrale dei Rischi[61]. L'analisi di affidabilità può essere effettuata secondo vari approcci: tradizionale o con i sistemi di rating[62] e si articola nella determinazione del rischio, attribuzione ad un rating, misurazione del rischio, a cui viene attribuito un costo e successivamente un pricing. L'attribuzione del rating può avvenire ricorrendo ad un analista esterno[63], approccio standard oppure con il ricorso ai sistemi di rating interni[64], approccio IRB[65] .

- Monitoring: durante il contratto

L'attività di monitoraggio consiste nel controllo che non ci siano ritardi nei rimborsi e per evitare azzardo morale la banca può introdurre covenants[66]. Si articola nel controllo del livello di rischio una volta che il prestito è stato erogato e nell'analisi del portafoglio per la ripartizione del rischio. Se l'esito non è positivo il prestito viene rinegoziato.

Al di là delle metodologie utilizzate dalle singole banche per la determinazione del merito di credito di un individuo o il rating per il finanziamento di un progetto di business, altri fattori influenzano i tassi d'interesse applicati dalle banche ai richiedenti. In particolare possono essere distinti in fattori che hanno a che fare con la relazione instaurata tra la banca e il richiedente e fattori macroeconomici, come la crescita economica, il tasso privo di rischio, il

---

61 Sistema di segnalazioni gestito dalla Banca D'Italia sulla posizione debitoria dei richiedenti.

62 Il rating consiste in un punteggio, un voto, attribuito all'impresa al fine di esprimere un giudizio sintetico sul suo grado di affidabilità, cioè sulla sua capacità di rimborso del prestito.

63 Agenzie specializzate come Moody's, Standard & poor's, Fitch.

64 Le singole banche sviluppano il proprio approccio nella determinazione del rating.

65 Internal Rating Based, definito così dai regolamenti di Basilea.

66 Clausole imposte dal prestatore per ridurre il rischio di credito del richiedente.

livello di competizione all'interno del mercato bancario, oltre alla tipologia di prestito, la ragione, la durata, la dimensione.

Il grafico 2.3 rappresenta l'evoluzione dei tassi d'interesse reali, aggiustati per l'inflazione, applicati in media sui richiedenti prestiti negli ultimi vent'anni, da parte delle banche in Italia. Come si può notare assistiamo ad una progressiva riduzione del tasso applicato, negli ultimi trent'anni, questo ha reso conveniente prendere a prestito fino al momento della crisi, da quel momento in poi i tassi stanno crescendo, segno delle misure di restrizione di concessione di capitale da parte delle banche.

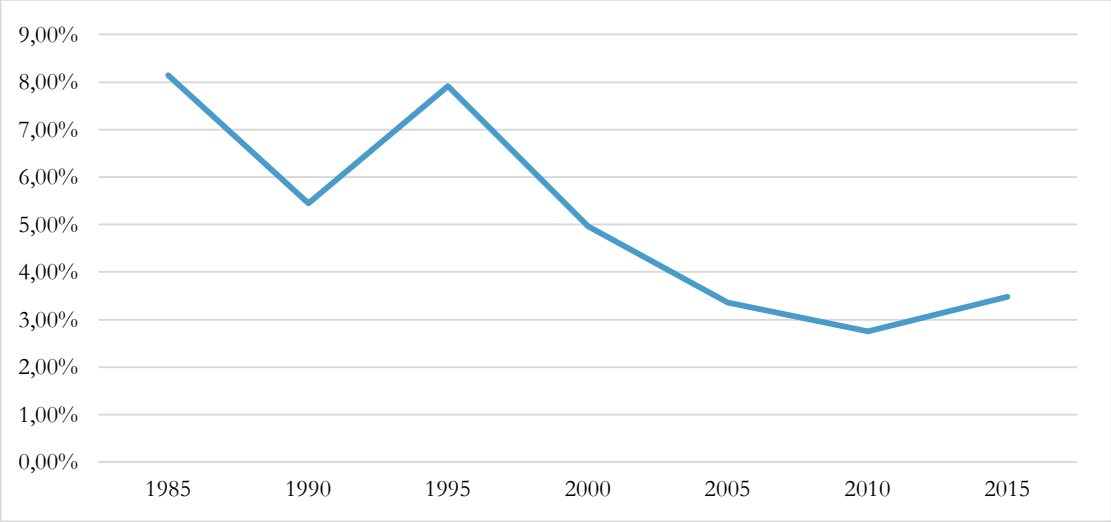

Grafico 2.3: Tassi di interesse reali, aggiustati per l'inflazione, applicati ai richiedenti prestiti dalle banche dal 1985 al 2015 in Italia. Fonte: Elaborazione personale, dati World Bank.

Capitolo III

Le piattaforme di Peer to Peer Lending agiscono come intermediari?

3.1 Peer to Peer Lending e disintermediazione - 3.2 Screening: informazioni soft per ridurre la selezione avversa - 3.3 Azzardo morale, peer monitoring e legami sociali - 3.4 Tassi di interesse, rischio e rendimenti – 3.5 Le piattaforme sono intermediari? – 3.6 La crisi del sistema bancario, banche e piattaforme di Peer to Peer Lending sono concorrenti?

3.1 Peer to Peer Lending e disintermediazione

Wang et al. (2015) identificano le fonti di rischio che caratterizzano il settore del Peer to Peer Lending, tra cui l'insufficiente controllo del rischio di credito e intermediazione, la mancanza di liquidità e trasparenza e il rischio operativo, cioè il fallimento della piattaforma stessa. Nella letteratura che analizza il fenomeno del Peer to Peer Lending, dal punto di vista teorico ed empirico, emerge come elemento comune, lo studio delle problematiche legate al venir meno del ruolo di intermediazione solitamente svolto dalle banche. "Le due parti coinvolte nelle transazioni di prestiti on line tramite piattaforme infatti, non hanno comunicazione diretta" (Klafft, 2008). "Quando gli investitori non hanno informazioni sufficienti ed adeguate sui richiedenti, si crea asimmetria informativa" (Spence, 2002). Questa disuguaglianza di informazioni può portare a problemi di selezione avversa e azzardo morale che fanno crescere i tassi d'interesse e attraggono richiedenti prestiti più rischiosi. A livello teorico, questi problemi possono essere ridotti dall'attività di monitoraggio, ma tale meccanismo risulta essere alquanto sfidante nelle piattaforme online. "Nel tradizionale mercato bancario, le banche utilizzano garanzie, ma tale sistema non può essere implementato online, implicando costi di transazione molto elevati" (Emekter et al. 2015, p.55).

3.2 Screening: informazioni soft per ridurre la selezione avversa

Molti studi accademici riscontrano come principale problema delle piattaforme di Peer to Peer Lending la vulnerabilità rispetto alla selezione avversa (Freedman e Jin, 2008; Berger e Gleisner, 2009; Herzenstein, 2008; Iyer, 2009). Un'importante funzione del mercato del credito è quella di selezionare i richiedenti prestiti e allocare il credito in modo efficiente. Tradizionalmente le banche hanno giocato un ruolo dominante in questo, grazie anche al "know how" accumulato nella valutazione[67]. Molti studi però dimostrano che l'attività di screening nei confronti dei richiedenti con bassi volumi di prestiti è molto limitata e che le banche preferiscono tutelarsi con garanzie, lasciando molti richiedenti non finanziati[68] (Stiglitz e Weiss, 1981). Finanziare le PMI, per esempio, è da sempre stato un compito

[67] Si veda il Capitolo II, paragrafo 2.2.2 per un approfondimento su questo concetto e il ruolo delle banche nella riduzione della selezione avversa.

[68] Fenomeno del razionamento del credito, sezione 2.3 del Capitolo II

sfidante per il sistema bancario; per loro natura queste, infatti, forniscono minori informazioni e sono più rischiose (Wehinger, 2014). Negli ultimi anni, soprattutto in seguito alla crisi, i prestiti della banche alle PMI si sono ridotti ulteriormente, offrendo ampio spazio a sistemi alternativi di erogazione del credito.

Il principale filone di ricerche sulle piattaforme di Peer to Peer Lending si concentra sul ruolo delle informazioni soft e delle reti sociali come strumenti di screening e monitoring. (Freedman e Jin, 2008, 2010, 2014; Herrero Lopez, 2009; Lin, 2011).

Le "informazioni soft" si distinguono dalle "informazioni hard", queste ultime sono le informazioni standard che le banche utilizzano per selezionare i richiedenti prestiti e determinare il merito di credito, sono codificate in schemi oggettivi, come bilancio, reddito, rapporto indebitamento-debito, storia creditizia, proprietà immobiliari. Lin (2009) definisce le informazioni soft come le informazioni riguardanti la rischiosità di un richiedente, generate dalle sue relazioni sociali nella comunità del Peer to Peer Lending. Il riferimento alla comunità è legato alla possibilità che la piattaforma americana Prosper offriva di creazione di gruppi di richiedenti prestiti. Con il termine informazioni soft si intende quell'insieme di elementi che i prestatori tengono in considerazione nelle scelte di selezione dei prestiti su cui investire che derivano dalle interazioni all'interno di questi gruppi, come relazioni sociali, endorsements da parte di altri membri, offerte di investimento da parte degli altri membri.[69]

Molti studi sul Peer to Peer Lending analizzano le determinanti che influenzano il finanziamento o meno di un prestito richiesto e misurano la capacità e l'efficacia dei modelli secondo cui i prestiti vengono allocati tramite le piattaforme. Questo filone di ricerca si concentra sull'analisi degli effetti dei fattori relazionali, come reti sociali, fiducia, rapporti di amicizia. Tali aspetti sono, infatti, spesso determinanti nella decisione di investimento (screening) e possono influenzare il tasso d'interesse poiché possono fornire supporto nella determinazione del rischio di credito. "Le reti sociali rivelano informazioni soft sulla rischiosità del richiedente prestito. Queste offrono l'opportunità di compensare la mancanza

[69] Le analisi che studiano il ruolo delle informazioni soft nel Peer to Peer Lending fanno riferimento alla piattaforma americana Prosper e dal punto di vista operativo presuppongono che la modalità operativa con cui richieste e offerte vengono combinate avvenga secondo la modalità ad aste. Si veda il Capitolo I a riguardo.

di alcune informazioni hard". (Freedman e Jin, 2008, p.2).

Alcune piattaforme, come Prosper, piattaforma americana, attiva dal 2005, eroga prestiti da 2000 a 35.000 $, consentivano ai membri di creare delle comunità interne o gruppi, alcuni studi hanno indagato l'effetto della partecipazione ai gruppi sulla probabilità di finanziamento della richiesta di prestito. Tale piattaforma applica una procedura di determinazione del tasso di interesse del prestito basata su aste[70] e considera la seguenti informazioni hard (Klafft, 2008) insieme agli elementi soft che studiamo di seguito.

- Merito di credito, fornito dall'esterno
- Rapporto di indebitamento
- Proprietà immobiliari
- Reddito e spese mensili
- Passati e presenti ritardi nei pagamenti
- Linee di credito aperte
- Indagini dai creditori nei sei mesi precedenti

Greiner e Wang (2009) nel paper "The Role of Social Capital in People to People Lending Marketplaces", analizzano empiricamente i benefici che il "social capital"[71] produce per i richiedenti e i prestatori, analizzando 200.000 richieste di prestiti e 27.500 prestiti erogati in due anni e mezzo. I due studiosi non tengono in considerazione fattori qualitativi come le foto dei richiedenti o lo scopo del finanziamento ed analizzano dati di un'unica piattaforma americana: Prosper. Il paper parte della teoria del social capital e ne studia i benefici dal punto di vista dei richiedenti e dei prestatori. La teoria del social capital, in contrasto con le

[70] I richiedenti inseriscono l'ammontare di cui necessitano e il tasso di interesse che sono disposti a pagare, gli investitori offrono l'ammontare che sono disposti a concedere, specificando il tasso di interesse che richiedono. La piattaforma non gestisce personalmente il rischio di credito, sono gli investitori che a partire dalle informazioni sui richiedenti devono agire di conseguenza, si veda il Capitolo I per un approndimento sulle modalità operative.

[71] Nel paper si utilizza la definizione di Nahapiet e Ghoshal (1998, p. 243) che definiscono il capitale sociale come la somma delle risorse reali e potenziali, che si creano e derivano dalla rete di relazioni di un individuo o entità sociale."

assunzioni dell'economia classica e neoclassica, si basa sulla consapevolezza che il comportamento economico non può essere analizzato senza tenere in considerazione le relazioni sociali tra gli individui. Ci sono tre dimensioni del social capital: strutturale, relazionale e cognitiva. [72]

- La dimensione strutturale spiega se e come le entità o le persone all'interno di un network sono connesse (configurazione del network).
- La dimensione relazionale si riferisce alla qualità delle relazioni, rispetto, amicizia, fiducia, aspettative tra le persone.
- La dimensione cognitiva rappresenta l'esistenza di schemi condivisi tra i soggetti appartenenti al network.

Nelle piattaforme di Peer to Peer Lending come Prosper sono presenti sia connessioni personali che gruppi di individui. Le connessioni personali sono esplicitate dalla possibilità di poter sostenere e promuovere un altro richiedente. Il capitale sociale può ridurre i costi di segnalazione, cioè rende più semplice, per il richiedente, esprimere la propria capacità di restituire il debito.

Il gruppo può svolgere la funzione di intermediario. Criterio per appartenere ad un gruppo può essere un pre-screening da parte del capo gruppo che richiede informazioni aggiuntive rispetto a quelle richieste dalla piattaforma. Inoltre i gruppi sono incentivati a segnalare membri che intraprendono comportamenti non adeguati, poiché il comportamento negativo di un membro può influenzare la percezione di merito di credito dell'intero gruppo a cui appartiene. Inoltre Prosper permette ai prestatori di sostenere un gruppo, favorendo il merito di credito del gruppo scelto. La dimensione del network di supporto ad un richiedente, accresce il suo merito di credito poiché segnala che i membri hanno dimostrato fiducia verso di lui. Un'ulteriore segnalazione di fiducia è rappresentata dall'emissione di un'offerta da parte di un altro membro del gruppo, cioè se un membro sel gruppo si propone come investitore nel progetto di un altro membro, questo senza dubbio rappresenta un segnale positivo agli occhi degli investitori.

La prima ipotesi che l'analisi di Greiner e Wang (2009) testa è se il "social capital" ha

[72] Greiner e Wang (2009).

influenza nella determinazione delle scelte di investimento; il risultato è positivo e l'impatto cresce con il trascorrere del tempo e di conseguenza con la creazione di legami sempre più stretti all'interno della rete. La tabella 3.1 riporta i risultati dell'analisi condotta da Wang e Greiner sull'impatto del capitale sociale nella scelte di selezione dei prestiti. Come variabile dipendente viene considerato il rapporto tra le offerte ricevute e le richieste, e come variabili indipendenti i vari elementi che costituiscono il "social capital". Il rating che viene attribuito al gruppo è correlato con la possibilità di ottenere il finanziamento da parte di un membro del gruppo. Sia l'endorsement, che offerte da altri membri del gruppo aumentano le possibilità che la richiesta di prestiti venga soddisfatta. Mentre il numero dei prestatori che supportano il gruppo non è positivamente correlato con la possibilità di finanziamento delle richieste.

n = 201,885 (All Listings)	**Model 1** (Control Variables)	**Model 2** (Control and SC Variables)
Credit Grade	.545 ***	.522 ***
Debt to Income Ratio	-.041 ***	-.044 ***
Is Borrower Homeowner	-.013 ***	-.011 ***
Borrower Maximum Rate	.169 ***	.173 ***
Amount Requested	-.221 ***	-.209 ***
Listing has Image	.056 ***	.042 ***
Length of Listing Description	.113 ***	.051 ***
Previous Successful Listings	-.045 ***	-.045 ***
Listing Duration	.035 ***	.019 ***
Group Rating		.013 ***
Group Requires Listing Review		.047 ***
No of Group Loans per Group Member		.010 ***
Number of Lenders Supporting Group		-.021 ***
Number of Endorsements		.022 ***
Has Bid from Social Network		.188 ***
Is Group Leader		.028 ***
Adj. R^2	30.8%	35.2%
Adj. R^2 Change		4.4%
Std. Error of the Estimate	28.630	27.719
F-statistic	9996.421	6843.127
Sig.	.000	.000
Sig. F. Change	.000	.000

**** p< .001, ** p <.01, * p<.05, n.s. = not significant*

Tabella 3.1: Risultati del test della prima ipotesi: il "social capital" ha un impatto positivo sulla possibilità di ottenere il finanziamento. Fonte: Greiner e Wang, (2009).

Anche un insieme di ricerche di Freedman e Jin (2008, 2010, 2014) esaminano come le reti sociali che si creano all'interno delle piattaforme influenzano le scelte di investimento dei prestatori. Questi studi mostrano che richiedenti con relazioni sociali più intense hanno

maggiori possibilità di vedere la propria richiesta soddisfatta e la rischiosità dei prestiti è minore. Dal punto di vista degli investitori, questi risultati suggeriscono che per massimizzare il proprio rendimento essi devono interpretare in modo appropriato tali relazioni. L'ultimo studio conclude che l'analisi delle reti sociali all'interno delle piattaforme può essere un valido approccio di selezione per gli investitori (Freedman e Jin, 2014). Anche questo studio utilizza dati della piattaforma americana Prosper che favorisce la creazione di gruppi di richiedenti prestiti con a capo un "group leader" che ha il ruolo di creare una comunità all'interno del gruppo. Secondo Freedman e Jin (2014) la funzione del gruppo nella riduzione dell'asimmetria informativa è di due tipologie:

- segnalazione passiva: l'affiliazione ad un gruppo rende un soggetto che chiede a prestito meno rischioso per il solo fatto di appartenere ad un gruppo, per esempio, un membro di un gruppo di dipendenti di una certa azienda, certifica la posizione lavorativa;
- segnalazione attiva: le reti sociali possono attivarsi e svolgere attività di screening e monitoring dei propri membri, attraverso "endorsement" del rischio di credito o partecipare direttamente al finanziamento di un membro del gruppo.

Herzestein et al. (2008), utilizzando dati della piattaforma Prosper, dimostrano che i dati demografici, come il genere del richiedente, influenzano le scelte di investimento, anche se con una correlazione minore rispetto a dati finanziari.

Lin (2009) mostra che i fattori soft, le relazioni tra i richiedenti, influenzano le possibilità di successo del finanziamento in misura maggiore rispetto al merito di credito determinato da fattori hard.

Berger e Gleisner (2009) sottolineano come sia fattori hard che soft come l'affiliazione ad un gruppo influenzino il tasso di interesse.

Asim et al., (2009) cercano di capire se i singoli investitori, tramite gli strumenti offerti dalla piattaforma Prosper siano in grado di determinare la capacità di ripagare il debito dei richiedenti e quindi effettuare una selezione ragionevole dei prestiti su cui investire e allocare il credito in modo efficiente. I risultati sono positivi e dimostrano che i prestatori, nonostante non siano esperti in ambito finanziario, effettuano la selezione (screening) sulla base di informazioni hard e soft, soprattutto per i livelli di rischio più elevati.

Iyer (2009) investiga l'impatto del merito di credito sulla probabilità di finanziamento,

dimostrando che solo il 28 % dello spread nel tasso di interesse tra i prestiti meno rischiosi e i prestiti più rischiosi è spiegato da informazioni hard. Di conseguenza la restante parte del differenziale si spiega nel fatto che gli investitori hanno tenuto conto di altre informazioni per determinare la solvibilità dei prestiti.

Lin (2011) studiando dati della piattaforma Prosper, conferma che le informazioni soft fornite dallo studio delle relazioni sociali mitigano l'asimmetria informativa e in particolare la selezione avversa, migliorando le perfomance, abbassando il rischio di insolvenza e il tasso di interesse.

Everett (2015) ipotizza che la partecipazione ad un gruppo da parte di un richiedente sia legato alla possibilità di mitigare la selezione avversa e l'azzardo morale e di conseguenza impatti sul tasso di solvibilità riducendo il tasso d'interesse richiesto.

Nel modello di Peer to Peer Lending di Prosper, ogni gruppo di richiedenti prestiti ha un leader, di solito il soggetto che crea il gruppo, questo ha la possibilità di raccogliere informazioni aggiuntive sui richiedenti rispetto a quelle richieste dalla piattaforma; tale possibilità ha lo scopo di rendere più efficiente la selezione ed è molto simile al ruolo svolto dalle banche, nel raccogliere informazioni sui propri clienti per eventuali richieste di prestiti successive. I risultati dimostrano che i membri di un gruppo hanno più del doppio delle possibilità di ricevere il finanziamento, rispetto ai richiedenti che non fanno parte di una rete sociale.

La tabella 3.2 mostra che quando un debitore è membro di un gruppo ed esistono delle relazioni sociali, il tasso di default è ridotto. Come variabile dipendente vengono utilizzate le statistiche di default di un campione di 13461 prestiti erogati da Maggio 2006 a Novembre 2007 e come varibili indipendenti i fattori che possono influire sul default dei prestiti.

Duarte et al. (2012) si concentrano invece sul ruolo dell'apparenza nella generazione di fiducia nelle transazioni finanziarie. I risultati della ricerca dimostrano che i richiedenti prestiti che ispirano più fiducia, hanno un miglior merito di credito e risultano essere meno spesso insolventi e che considerazioni riguardo l'aspetto di un richiedente influiscono sulle scelte d'investimento.

Krumme e Herrero in "Lending Behaviour and Community Structure in an Online peer to peer network" (2009), utilizzando dati della piattaforma Prosper, dimostrano che fattori

sociali, come la partecipazione a gruppi e descrizioni qualitative sul profilo del richiedente sono correlate con indicatori finanziari. Considerano 350.000 richieste di prestiti, con i dati relativi sul profilo dei richiedenti, per analizzare il network all'interno della piattaforma. La metodologia utilizzata è quella della Social Network Analysis.

Nello studio di Yan et al. (2015) si introduce anche il concetto di big data nella gestione del rischio di credito nelle piattaforme di Peer to Peer Lending e come l'utilizzo di questi possa ridurre i costi del processo di selezione degli investimenti. Lo studio parte dal fatto che il processo di valutazione del rischio è molto più semplice nelle piattaforme online rispetto alle banche tradizionali ma ha bisogno di una quantità elevata di dati. Nello studio si sottolinea come l'utilizzo dei big data può essere un valido strumento per avere un quadro completo della situazione finanziaria del richiedente da parte delle piattaforme. Tali informazioni, raccolte direttamente dal prestatore, non sono infatti soggette alla manipolazione del richiedente, riducendo l'asimmetria informativa in termini di selezione avversa e azzardo morale. L'analisi ipotizza che l'impiego di big data nella valutazione del rischio riduca i costi si selezione delle piattaforme rispetto ai costi di screening delle banche.

3.3 Azzardo morale, peer monitoring e reti sociali

Un'altra conseguenza dell'asimmetria informativa nel mercato del credito è l'azzardo morale, per questa ragione le banche svolgono costantemente attività di monitoraggio sui prestiti che hanno erogato. Le piattaforme di Peer to Peer Lending non disponendo degli strumenti degli istituti di credito tradizionali come agiscono per limitare i rischi legati all'azzardo morale? I prestiti tramite piattaforme di Peer to Peer Lending sono per loro natura non garantiti[73], di conseguenza il problema dell'azzardo morale è molto consistente. La letteratura non si è occupata di studiare il problema del monitoraggio in modo diretto nelle piattaforme di peer to peer lending, ma ci sono alcuni studi sul microcredito che possono essere funzionali per spiegare ciò che avviene nelle piattaforme. Nelle economie emergenti, in cui la maggior parte della popolazione vive in povertà, molte persone non hanno eccesso ai prestiti bancari,

[73] Anche se esistono piattaforme che affrono prestiti garanti, come ad esempio, le piattaforme inglese Landbay e LandInvest, che offrono prestiti per l'acquisto di immobili e sono garantiti dall'immobile stesso.

perché non hanno la possibilità di offrire sufficienti garanzie e perché i costi di selezione e monitoraggio per la banca sono troppo elevati per fare in modo che tali prestiti generino un profitto (Hermes et al., 2007). Per risolvere tale problema, negli ultimi anni, in molte economie emergenti è nato un nuovo modello di finanziamento attraverso un programma che prevede dei prestiti non a singoli individui indipendenti, ma a soggetti che appartengono ad un gruppo. Tutti i membri del gruppo sono responsabili del rimborso del debito, ciò crea incentivi per cui tutti i membri del gruppo svolgano attività di monitoraggio degli altri partecipanti. Il principale vantaggio di questo sistema è la riduzione di comportamenti riconducibili all'azzardo morale, ciò è stato dimostrato dal punto di vista teorico in molti studi (Stiglitz, 1990; Varian 1990), ma ci sono poche evidenze empiriche. Lo studio di Hermes et al. (2007) analizza empiricamente il comportamento dell'azzardo morale nei programmi di prestiti a gruppi di soggetti in Eritrea. I dati provengono da interviste a 102 gruppi, composti in media da 4 o 5 membri. I risultati mostrano che contatti regolari tra il leader del gruppo ed i membri e la conoscenza tra il capo gruppo e i membri, precedente al contratto di prestito, riduce la probabilità di comportamenti di azzardo morale. Nella tabella 3.2 troviamo i risultati principali dell'analisi di Hermes et al. (2007).

In uno studio recente Jomes (2016) propone come soluzione per migliorare l'efficienza delle piattaforme, dal punto di vista della gestione del problema dell'azzardo morale, di portare in ousourcing la funzione ricerca delle informazioni sui richiedenti e la funzione di monitoraggio. Jomes sostiene che le istituzioni che si occupano di micro-finanza hanno le conoscenze e le capacità di fornire maggiori e più accurate informazioni sui richiedenti prestiti.

	2-1	2-2	2-3	2-4	2-5
	Other group members	Group leaders	Group leaders	Group leaders	Group leaders
PEER MONITORING					
KNACTDUM	-1.473	-0.791			
	(-1.09)	(-0.73)			
KNSELDUM	1.229	1.602	1.141		
	(0.94)	(1.25)	(0.95)		
DISTANCE	0.0001	0.001**	0.001***	0.001***	0.001***
	(0.22)	(2.51)	(2.77)	(2.89)	(3.06)
VISITDUM	-0.543	-1.499*	-1.310*	-1.170*	-1.343**
	(-0.74)	(-1.74)	(-1.76)	(-1.71)	(-2.03)
SOCIAL TIES					
BOGROUP	-0.505	0.542			
	(-0.76)	(0.78)			
KNMEDUM	0.602	-2.506**	-2.176**	-1.922**	-1.709**
	(0.47)	(-2.40)	(-2.38)	(-2.32)	(-2.34)
CHGRDUM	-0.101	2.34**	2.011*	1.985**	1.345*
	(-0.08)	(2.06)	(1.97)	(2.04)	(1.64)

Tabella 3.2: Risultati dello studio sull'attività di peer monitoring nel micro-credito in Eritrea. Fonte: Hermes et al., (2007)

L'insieme di analisi di cui abbiamo parlato ci permette di capire che esistono modalità alternative di riduzione della selezione avversa e dell'azzardo morale, oltre ai meccanismi impiegati degli intermediari creditizi tradizionali. Limite della letteratura in questo ambito è che, essendo il mercato dei prestiti Peer to Peer online molto recente, i dati provengono nella maggior parte degli studi da una piattaforma americana, Prosper, che offre la possibilità di creazione di gruppi all'interno della comunità di richiedenti e determina i tassi d'interesse secondo la modalità ad aste[74].

3.4 Tassi di interesse, rischio, rendimento

Il numero di ricerche relative alla perfomance a alla valutazione del rischio di credito è molto più limitato rispetto agli studi che hanno analizzato i meccanismi di selezione e monitoraggio poiché i dati relativi sono meno consistenti, essendo, il mercato del Peer to Peer Lending

[74] Si veda il Capitolo I a riguardo.

molto recente e un asset class innovativo. Capire le determinanti del rischio di default dei prestiti erogati tramite le piattaforme di peer ti peer lending è una questione di primaria importanza, ancor più perché tale rischio è sulle spalle degli investitori, che spesso non sono esperti nella gestione del rischio. È inoltre importante testare se il livello di rischio, il tasso d'interesse attribuito ai richiedenti e il rischio di default attribuiti dalle piattaforme rispecchiano il rischio reale. Studi su queste variabili ci permettono di capire se le piattaforme sono in grado di limitare il problema dell'asimmetria informativa e le modalità con cui operano.

Cinca et al. (2015) utilizzano dati provenienti da 24.449 prestiti erogati tra il 2008 e il 2014 da Lending Club, piattaforma statunitense nata nel 2006 e quotata dal 2014; studiano se la relazione tra il tasso d'interesse e il rischio di default dei prestiti è positiva come ci aspetteremmo. Verificare tale ipotesi è importante nella misura in cui, se il tasso di interesse misura il rischio effettivo, significa che le piattaforme di Peer to Peer Lending contribuiscono a ridurre l'asimmetria informativa tra prestatori e richiedenti in maniera efficace. Nella seconda parte dello studio analizzano, seguendo un approccio statistico, le determinanti del rischio di default, vengono incluse quattordici diverse ragioni che ritroviamo nel grafico 3.1, il quale mostra la solvibilità del prestito per le diverse motivazioni:

- Ragione del prestito
- Volume del prestito richiesto
- Storia creditizia
- Proprietà, affitto e mutuo dell'abitazione in cui il richiedente vive
- Reddito annuale
- Numero di anni di impiego professione attuale
- Rapporto di indebitamento.

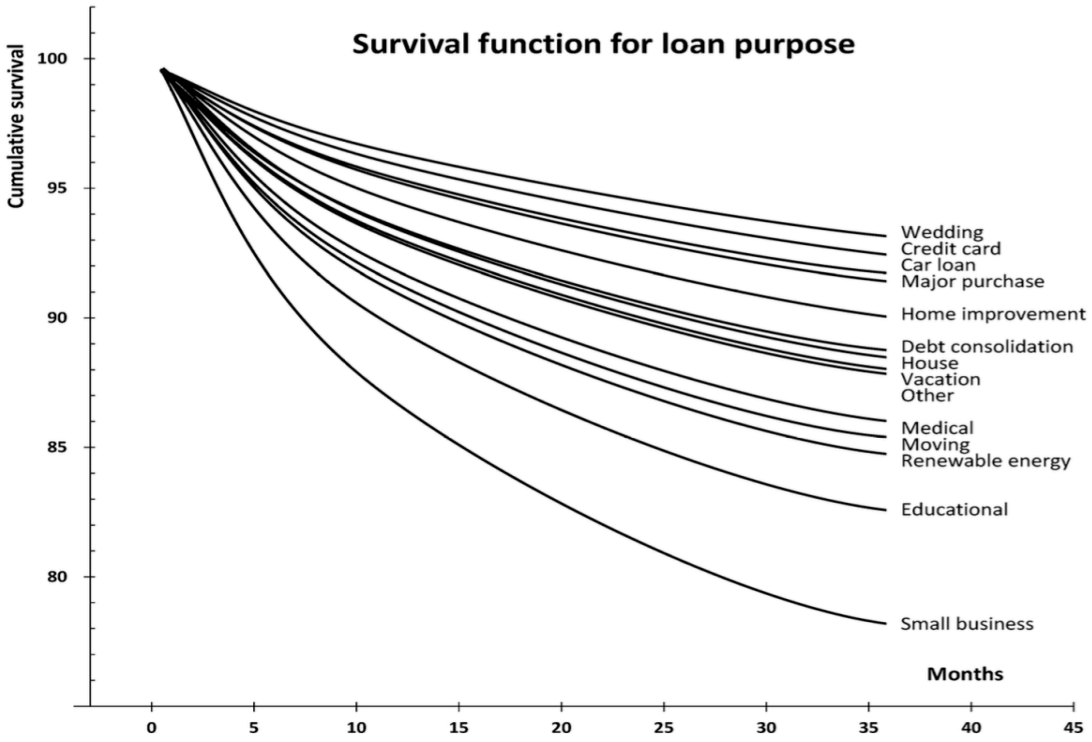

Grafico 3.1: Funzione di solvibilità in rapporto alla motivazione del prestito, risultati dell'analisi. Fonte: Serrano-Cinca et al., (2015), p. 15.

I risultati dell'analisi empirica, condotta con un modello di regressione logistica mostra che c'è una chiara relazione tra merito di credito e tasso di interesse attribuiti dalla piattaforma americana Lending Club.

Emekter et al. (2014) dimostrano che, oltre alle relazioni sociali, ai legami di amicizia, altri fattori sono determinanti del rischio di default di un prestito. In particolare tre elementi sono da tenere in forte considerazione, il credit score, il rapporto di indebitamento e il FICO score[75] e in generale il modello utilizzato dalla piattaforma predice in maniera adeguata il rischio di default, ad eccezione del livello di merito di credito più basso. Inoltre hanno riscontrato un legame positivo tra la durata del prestito e la probabilità di insolvenza. Infine studiano i tassi d'interesse applicati ad ogni livello di rischio confrontando quelli applicati

[75] Misura del rischio di credito istituita dall'azienda Fair, Isaac and Company, da cui l'acronimo. Considera cinque categorie di informazioni attribuendo un diverso peso a ciascuna categoria. In particolare considera: "payment history" (35%), "amounts of debt" (30%), "lenght of credit history" (15%), "credit mix in use" (10 %), "new credit" (10%). (http://www.fico.com/25years/).

dalla piattaforma Lending Club rispetto a quelli teorici calcolati nel loro studio. La tabella 3.4 mostra i risultati di questa ultima analisi , mettendo in evidenza come per tutti i livelli di rischio il tasso teorico sia più alto, ad eccezione del livello con minor rischio (credit grade 7), rispetto a quello applicato dalla piattaforma. Ciò significa che la piattaforma applica tassi d'interesse al ribasso rispetto al rischio reale dei prestiti. Per gli investitori è conveniente investire su prestiti con rating elevati.

Category	Average default month	Probability of default	Theoretical rate	Actual average rate
Credit Grade 1 (highest risk)	15.134	0.3034	0.1300	0.1081
Credit Grade 2	13.103	0.3308	0.1600	0.0909
Credit Grade 3	15.166	0.2831	0.1200	0.0775
Credit Grade 4	14.726	0.2224	0.0930	0.0644
Credit Grade 5	15.024	0.1845	0.0750	0.0496
Credit Grade 6	15.765	0.1606	0.0620	0.0347
Credit Grade 7 (lowest risk)	19.376	0.0054	0.0016	0.0123

Tabella 3.4: Risultati dei tassi di interesse teorici calcolati nello studio di Emekter et al. (2015) comparati con i tassi applicati dalla piattaforma Lending Club per ogni categoria di rischio. Fonte: Emekter et al., (2015).

Dietrich e Wernli (2015) si concentrano invece sull'analisi dei fattori che influenzano la determinazione del tasso d'interesse in riferimento al mercato del P2P Lending del credito al consumo in Svizzera. Nel paper "What Drives the Interest Rates in the P2P Consumer Lending Market? Empirical Evidence from Switzerland" i due autori utilizzano dati dal 2008 al 2014 relativi si prestiti erogati tramite la principale piattaforma svizzera Cashare. L'analisi distingue le determinanti del tasso d'interesse in:

- informazioni sul prestito: volume, durata, domanda di prestiti in un certo periodo;
- informazioni sul richiedente: rapporto di indebitamento, genere, nazionalità, figli, proprietà immobiliari, con chi il richiedente condivide la casa in cui vive;
- aspetti macroeconomici: YTM delle obbligazioni governative a tre anni come misura del tasso privo di rischio, tasso di disoccupazione, perfomance a tre mesi dello SMI (Swiss Market Index), come misura delle aspettative degli investitori.

I risultati della regressione sono riportati nella tabella 3.5 e mostrano che il tasso di interesse cresce al crescere del volume, della durata e del numero di richieste in un dato periodo. Anche le variabili macroeconomiche sono positivamente correlate al tasso d'interesse. Naturalmente non ci sono sorprese per quanto riguarda i fattori specifici del richiedente che ne rappresentano il rischio di insolvenza. Il genere non risulta essere una variabile significativa.

	(1)	(2)	(3)	(4)
VARIABLES	Loan-specific factors	Borrower-specific factors	Macro-economic factors	Full model
debtincome		-0.009		0.029**
		(0.016)		(0.013)
dfemale		0.346		0.218
		(0.242)		(0.182)
dswiss		-0.505**		-0.523***
		(0.222)		(0.145)
homeowner		-1.256***		-0.732***
		(0.244)		(0.191)
sharedflat		0.328		0.456**
		(0.294)		(0.202)
singleparent		1.403*		0.798
		(0.808)		(0.512)
spouse		0.601**		0.565***
		(0.265)		(0.179)
unmarriedpartner		0.267		1.151***
		(0.413)		(0.318)
children3plus		-0.104		1.036**
		(0.540)		(0.487)
loanamount	-0.012			0.035***
	(0.008)			(0.008)
duration	0.024			0.041***
	(0.017)			(0.010)
nrauctions90d	0.007			0.012**
	(0.006)			(0.005)
unemployment			4.170***	4.357***
			(0.257)	(0.266)
govbond3y			1.719***	2.349***
			(0.156)	(0.182)
SMI			-0.062***	-0.047***
			(0.014)	(0.014)
Constant	8.949***	10.067***	-4.119***	-7.275***
	(0.593)	(0.277)	(0.821)	(0.948)
Observations	665	665	665	665
Adjusted R-squared	0.040	0.042	0.444	0.543

Robust standard errors in parentheses; *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Tabella 3.5: Risultati della regressione lineare con variabile indipendente il tasso d'interesse medio applicato sui richiedenti della piattaforma Cashare. Fonte: Dietrich, et al.

Lo studio di di Singh et al. (2009) si concentra sull'analisi delle piattaforme di Peer to Peer Lending come una modalità alternativa di investimento e lo studio confronta i rendimenti

con quelli dei titoli di stato americani, Treasury Bills. Inoltre mostra come l'allineamento rischio-rendimento sia più efficiente per i livelli di rating più bassi, infine deriva il portafoglio di investimenti ottimale per ogni livello di rischio. Questo lavoro si inserisce tra le poche analisi accademiche che studiano gli investimenti tramite le piattaforme dal punto di vista di una opportunità di investimento alternativa.

Lo studio di Klafft (2008) effettuato sui dati della piattaforma Prosper si inserisce nella categoria appena descritta.

Tenendo in considerazione che gli investitori sono, nella maggior parte dei casi, privati privi di particolare esperienza finanziaria e bancaria, lo studio individua tre semplici regole che essi dovrebbero tenere in considerazione nella creazione del proprio portafoglio.

In dettaglio le regole possono essere riassunte come segue:

- Investire in richiedenti che presentano una storia creditizia ottimale
- Investire in richiedenti in cui il rapporto debiti-reddito non sia superiore al 20%
- Assenza di richiami sui crediti negli ultimi sei mesi

La letteratura in questo ambito è ancora piuttosto limitata e mancano ancora degli approfondimenti sul tema del mercato secondario dei prestiti Peer to Peer e i possibili rendimenti. In generale gli studi a cui abbiamo fatto riferimento mostrano che le piattaforme svolgono in modo efficace l'attività di determinazione del rischio e di pricing dei prestiti. La ricerca in questo campo ha un forte limite, è concentrata sulle piattaforme americane e in particolare: Prosper e Lending Club, piattaforme americane e nella maggior parte dei casi sono concentrate su analisi che considerano la modalità ad aste di "matching" dei prestiti.

3.5 Le piattaforme di Peer to Peer Lending sono intermediari?

Viene da chiedersi a questo punto se le piattaforme agiscano come semplice collegamento tra richiedenti e prestatori o svolgano una funzione di intermediazione finanziaria in senso stretto. Nel capitolo precedente abbiamo concluso che un intermediario finanziario è definito tale e trova la sua ragion d'essere per il ruolo che svolge nella riduzione dell'asimmetria informativa. Seguendo tale approccio logico le piattaforme di Peer to Peer Lending sono da

considerarsi intermediari a tutti gli effetti, poiché svolgono tale attività attraverso la selezione, il pricing e il monitoraggio.

La selezione produce l'approvazione di una percentuale di richiedenti finanziati relativamente bassa, circa il 4-5 %[76] dei richiedenti, infatti, viene finanziato dalle piattaforme peer to peer, la restante quota viene rifiutata. Il grafico 3.2 mette in evidenza che l'appartenenza ad un gruppo ha un'influenza positiva sulle possibilità di finanziamento di una richiesta.

I prestiti tramite piattaforme peer to peer sono per loro natura non garantiti, di conseguenza l'attività di monitoraggio può essere effettuata con sistemi alternativi rispetto a quelli tradizionali, rilevante risulta essere il ruolo delle reti e delle relazioni.

Inoltre le piattaforme gestiscono il rischio, diversificando l'investimento dei prestatori in diversi prestiti, trasformano cioè il capitale dal punto di vista qualitativo, come gli intermediari finanziari creditizi tradizionali. La differenza sostanziale rispetto agli intermediari creditizi rimane il fatto che le piattaforme solitamente non partecipano con il proprio capitale agli investimenti, quindi non si fanno carico del rischio di default dei richiedenti come le banche, anche se alcune piattaforme stanno andando in questa direzione[77].

[76] P2P Lending Italia, dato medio fornito dalle piattaforme di peer to peer Lending italiane.

[77] Per esempio in Italia la piattaforma Prestiamoci eroga prestiti e questi sono iscritti nel bilancio e dal punto di vista giuridico opera sia come istituto di pagamento che con la licenza bancaria.

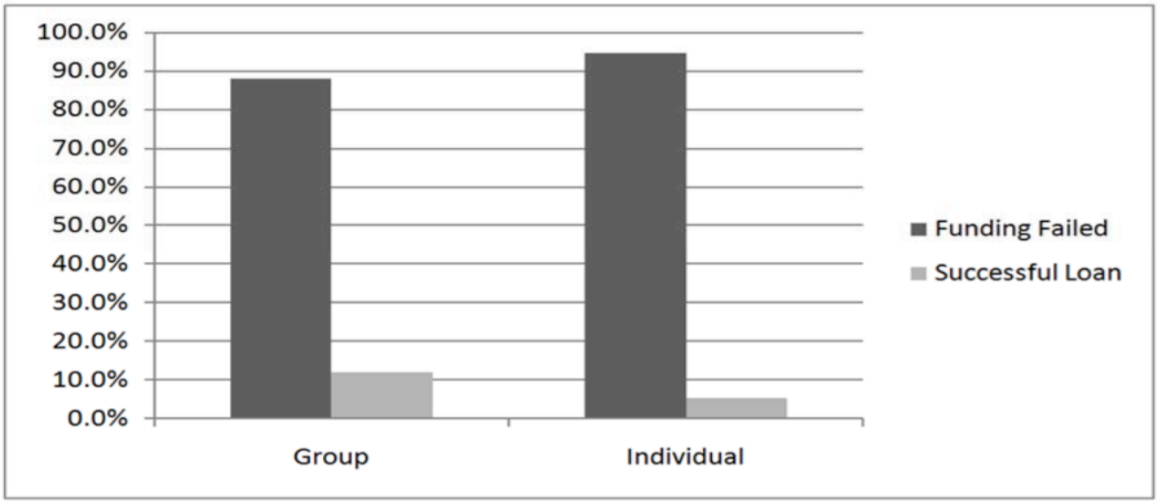

Grafico 3.2 : Confronto tra richieste finanziate e non finanziate da parte di richiedenti che appartengono ad un gruppo e non appartengono ad un gruppo. Fonte: Everett, (2015)

La figura 3.2 mette a confronto le modalità di determinazione del rischio, secondo lo studio di Wang (2015), per quanto riguarda le piattaforme e le banche tradizionali. Si può notare come il processo sia molto più semplice ed immediato nel caso delle piattaforme, di conseguenza i tempi di approvazione ed erogazione siano più contenuti, senza però influire negativamente sui processi di selezione e pricing accurati.

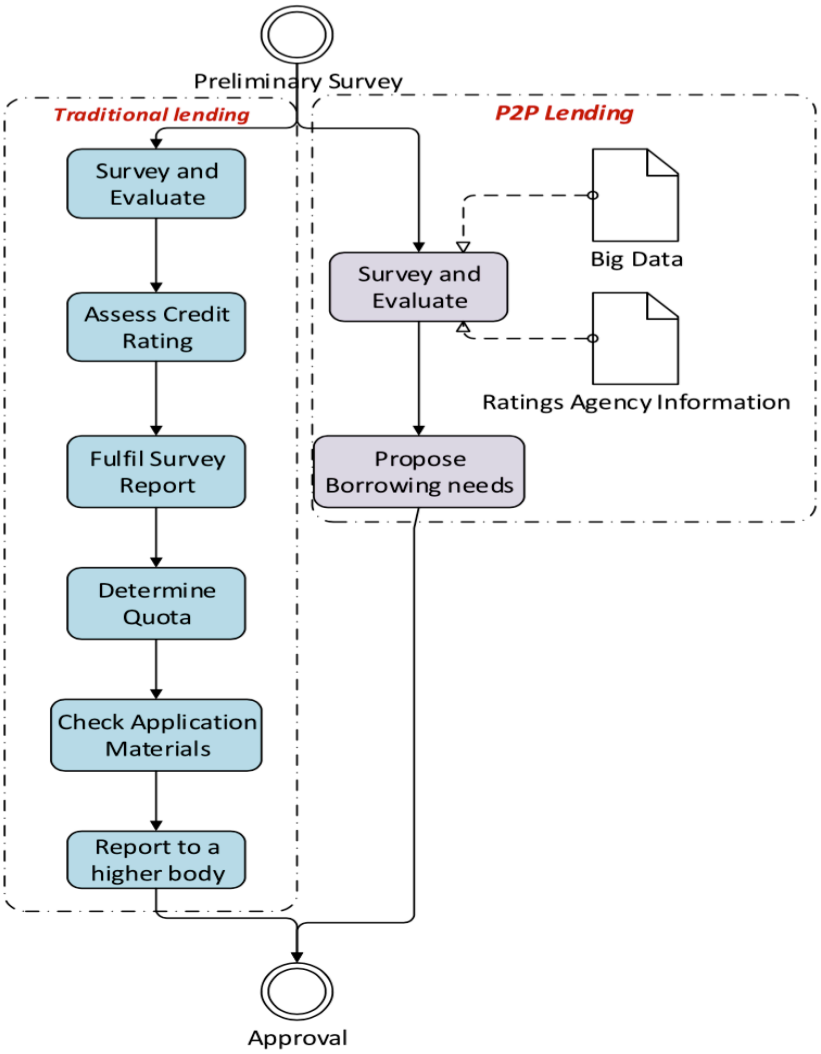

Figura 3.2: Confronto tra processo di screening delle banche e quello delle piattaforme. Fonte: Wang et al., (2015)

3.6 La crisi del sistema bancario, banche e piattaforme di Peer to Peer Lending sono concorrenti?

La riduzione dei costi di asimmetria informativa, la gestione della liquidità e dei rischi rendono unico e necessario il ruolo delle banche dal punto di vista teorico e alcuni studi hanno evidenziato che sistemi bancari più sviluppati influenzano la crescita economica, allo stesso modo però, le caratteristiche intrinseche delle funzioni delle banche sono alla base della fragilità del sistema, che la crisi finanziaria ha messo in luce. Di conseguenza se da un lato le banche ricoprono un ruolo fondamentale nel mercato del credito, poiché svolgono il ruolo primario di ridurre l'asimmetria informativa, e nel funzionamento dell'economia in generale è altresì vero che nelle crisi giocano il ruolo di propagazione del contagio di eventi negativi a causa delle interconnessioni sempre più sviluppate. Le piattaforme di Peer to Peer Lending invece, come altri canali di finanza alternativa, non incorporano ancora tale rischio, poiché non hanno una struttura a rete. Inoltre l'attività delle piattaforme spesso è molto specializzata e risponde ad una necessità di semplificazione delle modalità di erogazione del credito offerte dalle banche. Queste ultime svolgono attività sempre più vicine al mercato mobiliare oltre che occuparsi dell'erogazione del credito a imprese e famiglie. Molti studi hanno analizzato il ruolo degli intermediari creditizi bancari e non bancari della finanza indiretta nell'economia e il loro ruolo nella propagazione delle crisi economiche, come quella del 2007-2008. Adrian e Shin (2008) sottolineano inoltre l'interconnessione tra il sistema bancario e i mercati finanziari a causa del maggior impiego di risorse nel settore delle banche d'investimento, rispetto alla semplice attività di raccolta di risparmio ed erogazione del credito. Ciò è stato causato dall'espansione della cartolarizzazione dei crediti[78]. Lo studio analizza l'impatto degli intermediari finanziari nell'influenzare l'economia reale, in particolare il PIL, i risultati mostrano una correlazione positiva. Molti sono i modelli teorici e le analisi empiriche che studiano le reti all'interno del mercato del credito e i sistemi di contagio, Rochet e Tirole (1996) sviluppano un modello in cui i prestiti interbancari sono soggetti ad un monitoraggio peer to peer. Ciò che è importante rilevare ai fini di questo lavoro è che il rischio sistemico creato dal mercato interbancario e dall'integrazione tra l'attività creditizia e

[78] La cartolarizzazione dei crediti consiste nel cedere le attività della banca a società veicolo che le acquistano per immetterle nel mercato sotto forma di titoli obbligazionari.

quella mobiliare rendono il sistema fragile e soggetto a continui interventi da parte degli organi di vigilanza per creare maggiore stabilità. Lo sviluppo del mercato secondario dei prestiti erogati dalle banche e le modalità di trasferimento del rischio di credito è alla base della propagazione della crisi finanziaria e ha provocato il fenomeno della contrazione del credito da parte delle banche[79]. Il rischio di credito può essere trasferito tramite la cosi detta cartolarizzazione. Quest'ultima "scompone il ruolo dell'intermediazione creditizia in due fasi: quella in cui i prestiti vengono originati e quella in cui vengono detenuti come debiti. Le banche possono erogare prestiti e poi anziché detenerli fino alla scadenza, cederli sul mercato." (Scannella, 2011, p. 341). Tutto ciò lascia maggior spazio a modelli alternativi di erogazione del credito. Lo spazio di mercato si è creato anche a causa di perdita di reputazione e conseguente riduzione della fiducia di risparmiatori e richiedenti nei confronti delle banche ed una necessaria semplificazione dell'attività. Rimane ancora questione aperta se il sistema bancario e quello delle piattaforme di prestiti online volgeranno verso l'integrazione e la convergenza di erogazione del credito o rimarranno entità distinte. Possiamo concludere però sostenendo che non si tratti di concorrenti, andando a soddisfare due segmenti del mercato differenti. A conferma di ciò, in Inghilterra, dove il mercato delle piattaforme di Peer to Peer Lending è particolarmente sviluppato, è stato introdotto il "Bank Referral Scheme" per legge, cioè nel momento in cui le banche negano l'erogazione di un prestito ad una PMI, devono trasferire tutte le informazioni raccolte a delle piattaforme, anche queste individuate dal legislatore, che mettono in comunicazione le imprese con canali di finanza alternativa, come le piattaforme di peer to peer lending[80], con lo scopo di finanziare progetti che non rientrano negli schemi di affidabilità creditizia delle banche, ma che possono creare valore. De Roure et al. (2016) staudiano il mercato del credito al consumo in Germania e Auxmoney, la principale piattaforma di prestiti tedesca, "How does P2P Lending Fit Into the Consumer Credit Market?", dimostra come i prestiti on line peer to peer non costituiscano un potenziale concorrente per le banche, andando a soddisfare un segmento di clientela (alto rischio, basso volume) che le tradizionali istituzioni finanziarie lasciano insoddisfatta. Le ragioni di questo comportamento da parte delle banche sono molteplici e riscontrabili soprattutto nel fatto che un tasso di default più elevato significa detenere delle

[79] Ulteriore contrazione rispetto a quella spiegata dal razionamento dei credito nella teoria bancaria.

[80] Lo schema è stato introdotto nel "Small Business, Enterprise and Employment Act" (2015) ,ma la sua applicazione è iniziata solo nel novembre del 2016.

provviste per assorbire le perdite più elevate, ancor più con i nuovi requisiti patrimoniali, introdotti in seguito alla crisi finanziaria. Inoltre il costo marginale di un prestito erogato in più da parte di una banca è maggiore rispetto a quelli dei prestiti erogati on line, quindi anche a parità di tasso di rendimento, la profittabilità esistente per le piattaforme potrebbe non essere sufficiente per le banche. (De Roure et al., 2016)

Capitolo IV

Analisi dell'ecosistema italiano e inglese del Peer to Peer Lending

4.1 Gran Bretagna e Italia - 4.2 Ecosistema della piattaforme in Gran Bretagna e in Italia - 4.3 Dimensione e struttura del mercato inglese e italiano - 4.4 Crescita del mercato inglese e italiano - 4.5 Stima del valore potenziale del mercato del Peer to Peer Lending in Italia - 4.6 Prestatori, richiedenti e tassi d'interesse

4.1 Gran Bretagna e Italia

Il mercato del Peer to Peer Lending negli ultimi anni si è sviluppato molto in Europa soprattutto nel mondo anglosassone. Le disparità tra lo sviluppo del mercato britannico e quello di tutti gli altri paesi europei e sconcertante. Per questo motivo ho approfondito l'analisi attraverso un confronto tra il mercato britannico e quello italiano, la scelta del nostro paese è dettata dal fatto che le potenzialità per lo sviluppo del Peer to Peer Lending sono molto elevate a causa del tessuto economico caratterizzato da piccole e micro imprese che potrebbero beneficiare da questo altenativo canale di finanziamento.

Reperire i dati necessari è stato l'aspetto più sfidante di questo lavoro. Il settore è nato di recente e non esistono soggetti o enti che raccolgono e pubblicano dati storici in modo sistematico e specifico sul Peer to Peer Lending a livello internazionale, che permettano di analizzare la crescita del settore e confrontare le piattaforme rispetto alle dimensioni, ai tassi d'interesse applicati e ai rendimenti che offrono agli investitori. I dati che ho cercato di reperire nello specifico sono quelli relativi ai volumi erogati a livello di singola piattaforma e aggregati per tipologia di piattaforma (annuali, trimestrali o mensili; cumulati o non cumulati). Anche i dati relativi alle caratteristiche operative delle piattaforme, come l'ammontare che è possibile richiedere ed investire, ticket medio erogato, durata dei prestiti, numero dei richiedenti e prestatori non vengono ancora raccolti e pubblicati. Lo stesso vale per i dati relativi ai rendimenti delle piattaforme e dei singoli prestiti per ciascuna categoria di rischio, tassi d'interesse applicati ai richiedenti per diversa tipologia e merito di credito, durate dei prestiti per diversa tipologia di prestito. (Per una visione completa dei dati che ho cercato di reperire si veda la sezione Interviste).
In Gran Bretagna esitono piattaforme di data analytics come Altfi e Orchard, ma i dati resi disponibili gratuitamente sono limitati. Le piattaforme forniscono alcuni dati sui propri siti web, ma spesso questi sono disomogenei e poco comparabili tra una realtà e l'altra.

Per quanto riguarda il mercato britannico, i dati necessari sono stati reperiti tramite la P2P Finance Association, associazione che raggruppa otto piattaforme inglesi, la figura 4.1 ne fornisce i nomi.

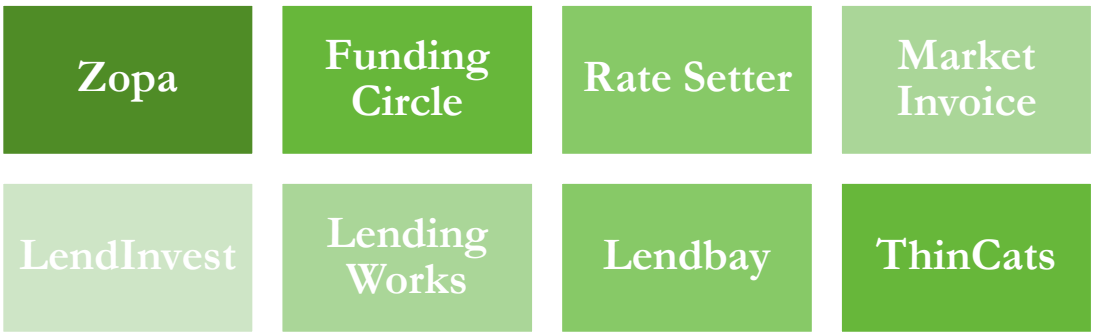

Figura 4.1: Piattaforme appartenenti alla P2P Finance Association, elaborazione personale, da sito web dell'associazione.

Ogni piattaforma membro deve aderire a determinati criteri di trasparenza. Per poter entrare a far parte dell'associazione le piattaforme devono ripondere ai seguenti criteri[81]:

- "Undertake debt based retail financial services business in the UK by means of a electronic platform;
- use lender funds to provide loan funding of any type to consumer or business customers;
- secure some lender funds from retail consumers where possible;
- operate to a significant extent by means of direct loan contracts between borrowers and lenders;
- demonstrate high standards of credit risk and operational risk management;
- demonstrate high standards of transparency and provide clear, balanced and fair information to all customers;
- comply fully with the P2PFA's Operating Principles."

Oltre alle piattaforme appartenenti alla P2P Finance Association esistono altre piattaforme che possono rientrare nel settore del Peer to Peer Lending, ma sono state escluse dall'analisi per motivi dimensionali, sono infatti ancora troppo piccole, o perchè operano a livello locale. La tabella 4.1 riporta queste piattaforme indicando la tipologia di richiedente a cui ciascuna piattaforma si rivolge.

[81] Sito web P2P Finance Association, disponibile al seguente link: http://p2pfa.info/rules.

La P2P Finance Association ragruppa circa i ¾ delle piattaforme del mercato inglese. L'associazione stessa pubblica online, sul proprio sito un documento con i dati trimestrali, dal terzo trimestre 2014 al terzo trimestre 2016, relativi alla crescita delle piattaforme membri dell'associazione. La tabella 4.2 rappresenta un estratto di questi dati, per ogni piattaforma appartenente all'associazione fornisce l'ammontare erogato dalla nascita fino al trimestre corrispondente e riporta poi il totale erogato da tutte le piattaforme.

Nome	**Tipologia di richiedenti**
Saving Stream	Individui
Wellesley & Co.	Individui
Lendable	Individui
Madiston LendLoanInvest	Individui
QuidCycle	Individui
Prodigy Finance	Studenti MBA
Folk2Folk	PMI
Peer Funding	PMI
Money & Co	PMI
Trufis	PMI
MoneyThing	PMI, Prestiti garantiti
Platform Black	Crediti commerciali

Tabella 4.1: Piattaforme che non appartengono alla P2P Finance Association, Fonte: Elaborazione personale.

I dati disponibili sono sia a livello di singola piattaforma che a livello aggregato e foniscono informazioni in termini di volumi erogati da "inception", volumi erogati nel trimestre, numero di prestatori e richiedenti, ammontare prestato e ripagato per ogni trimestre. I dati inoltre distinguono tra piattaforme che erogano prestiti a richiedenti imprese e richiedenti individui.

	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016
Funding Circle	£378.118.000	£476.622.000	£586.424.000	£698.212.000	£844.270.000	£1.007.208.000	£1.189.770.000	£1.341.573.000	£1.524.426.960
Landbay	£317.000	£1.764.000	£5.017.000	£7.718.000	£11.244.000	£20.622.000	£37.318.000	£42.665.000	£42.948.319
Lendinvest	£168.105.000	£194.982.000	£278.860.000	£348.938.000	£420.731.000	£496.243.000	£611.432.000	£699.544.000	£776.111.594
LendingWorks	£1.962.000	£4.662.000	£6.659.000	£10.305.000	£14.304.000	£18.774.000	£25.092.000	£29.959.000	£33.635.626
MarketInvoice	£204.927.000	£246.882.000	£290.735.000	£347.829.000	£427.538.000	£510.396.000	£587.572.000	£671.563.000	£754.325.450,00
RateSetter	£353.324.000	£444.052.000	£565.746.000	£680.812.000	£808.523.000	£962.039.000	£1.124.328.000	£1.277.189.000	£1.442.742.721
Thincats	£78.592.000	£89.306.000	£100.881.000	£116.647.000	£130.765.000	£146.540.000	£161.975.000	£183.700.000	£196.907.000
Zopa	£630.897.000	£704.815.000	£789.293.000	£920.597.000	£1.081.228.000	£1.236.813.000	£1.401.415.000	£1.555.972.000	£1.731.684.924
Total	**£1.816.242.000**	**£2.163.085.000**	**£2.623.615.000**	**£3.131.058.000**	**£3.738.603.000**	**£4.398.635.000**	**£5.138.902.000**	**£5.802.165.000**	**£6.502.782.594**

Tabella 4.2: Totale erogato da inception[82] in milioni di sterline per ogni trimestre dalle piattaforme membri della P2P Finance Association, dal terzo trimestre 2014 al terzo trimestre 2016. Fonte: P2P Finance Association, aggiornati al 23/12/16.

Per quanto riguarda l'ecosistema italiano, i dati sono stati reperiti tramite P2P Lending Italia, piattaforma che da Aprile 2016, traccia la crescita delle piattaforme italiane con l'obiettivo di diffondere la cultura del Peer to Peer Lending in Italia. La figura 4.2 riporta le piattaforme elencate nel sito web di P2P Lending Italia, anche se alcune di queste non sono considerate nella raccolta dei dati perché troppo recenti: Cash me, YBondis e Credimi.

I dati che P2P Lending Italia raccoglie, non sono pubblicati online; sono stati reperiti personalmente, i dati che mi sono stati resi disponobili dai fondatori di P2P Lending Italia, sono a livello aggregato, divisi per tipologia di richiedente e riguardano i volumi erogati dalla nascita delle piattaforme (mensili, trimestrali e annuali) e i volumi erogati nel periodo (mensili, trimestrali e annuali) e i ticket medi erogati (mensili, trimestrali e annuali). Dal punto di vista temporale i dati reperiti partono da Aprile 2016 fino a Dicembre 2016, viene riportata inoltre una stima dei valori annuali del 2015. La tabella 4.3 riporta una selezione di tali dati, approssimati.

[82] Totale erogato dalla nascita della piattaforma fino ad un determinato trimestre.

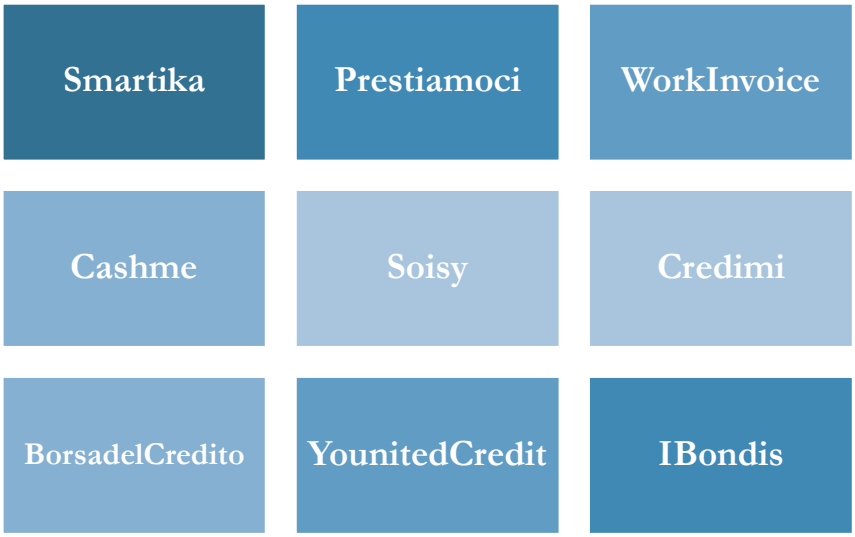

Figura 4.2: Piattaforme considerate nell'ecosistema proposto da P2P Lending Italia, elaborazione personale fonte sito web P2P Lending Italia.

	Apr-16	May-16	Jun-16	Jul-16	Aug-16	Sep-16	Oct-16	Nov-16	Dec-16
Prestiti Personali	€ 26.171.000	€ 27.887.500	€ 29.590.401	€ 31.866.601	€ 33.568.401	€ 36.865.501	€ 40.363.301	€ 44.112.801	€ 46.692.601
Prestiti alle Imprese	€ 1.571.600	€ 1.935.300	€ 2.544.100	€ 3.236.000	€ 3.427.900	€ 4.253.400	€ 4.969.500	€ 6.007.500	€ 7.015.900
Sconto Fatture	€ 9.167.400	€ 11.355.500	€ 13.453.300	€ 16.337.500	€ 18.206.000	€ 21.081.800	€ 25.607.000	€ 31.753.500	€ 38.811.900
Tot.	€ 36.910.000	€ 41.178.300	€ 45.587.801	€ 51.440.101	€ 55.202.301	€ 62.200.701	€ 70.939.801	€ 81.873.801	€ 92.520.401

Tabella 4.3: Volumi erogati da inception approssimati e mensili dalle piattaforme italiane da Aprile 2016 a Dicembre 2016 milioni di Euro. Fonte: P2P Lending Italia, ricevuti il 16.01.17.

Infine sono stati raccolti personalmente alcuni dati presenti nei siti delle piattaforme stesse e nei loan books che alcune di queste mettono a disposizione. I loan books raccolgono i dati sui singoli prestiti erogati riguardanti il volume del prestito, il tasso di interesse applicato sul richiedente, la durata del prestito, informazioni riguardanti la restituzione del prestito, informazioni sul richiedente e sulle motivazioni della richiesta. La tabella 4.4 riporta una sezione del Loan Book di ThinCats, piattaforma inglese di prestiti alle imprese. ThinCats nel Loan Book riporta per ogni prestito erogato, il codice identificativo del richiedente, la data di erogazione del prestito, l'ammontare richiesto, il tasso d'interesse medio, la durata del prestito e la motivazione ma i le informazioni fornite nei loan books non sono omogenee tra le diverse piattaforme e non tutte li pubblicano online.

Loan ID	Borrower ID	Loan Commencment Date	Amount (K)	Average Interest Rate (%)	Loan Term (months)	Security	Use of Funds	Industry sector
1	BLN-P05912	21/10/2010	75	7	36	Debenture Plus	Business Loan	Financial and insurance activities
2	BLN-P05912	17/02/2011	73	7	36	Debenture Plus	Business Loan	Financial and insurance activities
3	BLN-P06077	04/03/2011	180	8.65	12	Debenture Plus	Business Loan	Construction
4	BLN-P05867	05/04/2011	250	9.969	36	Debenture Plus	Business Loan	Wholesale and retail trade and repair of motor vehicles
5	BLN-P06080	15/04/2011	105	14.743	10	Debenture Plus	Business Loan	Wholesale and retail trade and repair of motor vehicles
6	BLN-P06079	05/05/2011	150	10	12	Debenture Plus	Business Loan	Admin and support service activities
7	BLN-P06078	12/05/2011	75	10.419	36	Debenture Plus	Business Loan	Wholesale and retail trade and repair of motor vehicles
8	BLN-P05912	13/06/2011	100	7.37	36	Debenture Plus	Business Loan	Financial and insurance activities
9	BLN-P05949	24/06/2011	150	9.882	24	Debenture Plus	Business Loan	Human Health and social work activities
10	BLN-P06076	25/07/2011	180	14.188	36	Debenture Plus	Business Loan	Admin and support service activities
11	BLN-P06077	22/08/2011	137	12.722	12	Debenture Plus	Business Loan	Construction
12	BLN-P05912	09/09/2011	47	7.599	36	Debenture Plus	Business Loan	Financial and insurance activities
13	BLN-P05814	12/10/2011	150	12.41	60	Debenture Plus	Business Loan	Information and communication
14	BLN-P06056	31/10/2011	285	8.993	36	Debenture Plus	Business Loan	Professional, scientific and technical activities
15	BLN-P06064	24/11/2011	60	11.735	36	Debenture Plus	Business Loan	Admin and support service activities
16	BLN-P05830	01/12/2011	200	14.123	30	Debenture Plus	Business Loan	Manufacturing
17	BLN-P06076	07/12/2011	75	10.011	36	Debenture Plus	Business Loan	Admin and support service activities
18	BLN-P06053	09/12/2011	240	11.988	24	Debenture Plus	Business Loan	Electricity, Gas, Steam and Air conditioning supply
19	BLN-P05912	12/12/2011	70	7.569	30	Debenture Plus	Business Loan	Financial and insurance activities
20	BLN-P06075	20/12/2011	50	12.033	36	Debenture Plus	Business Loan	Information and communication
21	BLN-P06075	13/01/2012	50	9.954	24	Debenture Plus	Business Loan	Information and communication
22	BLN-P05912	24/01/2012	100	6.98	36	Debenture Plus	Business Loan	Financial and insurance activities
23	BLN-P06060	08/02/2012	100	9.83	36	Debenture Plus	Business Loan	Transportation and storage
24	BLN-P06074	08/02/2012	125	11.823	36	Debenture Plus	Business Loan	Wholesale and retail trade and repair of motor vehicles
25	BLN-P06057	13/02/2012	100	12.26	6	Debenture Plus	Business Loan	Professional, scientific and technical activities
26	BLN-P05912	21/02/2012	100	8.9	36	Debenture Plus	Business Loan	Financial and insurance activities
27	BLN-P06070	13/04/2012	100	9.99	36	Debenture Plus	Business Loan	Other service activities
28	BLN-P06073	18/04/2012	250	10.99	36	Debenture Plus	Business Loan	Real Estate Activities
29	BLN-P05867	25/04/2012	75	8.98	24	Debenture Plus	Business Loan	Wholesale and retail trade and repair of motor vehicles
30	BLN-P05949	04/05/2012	200	10.29	36	Debenture Plus	Business Loan	Human Health and social work activities
31	BLN-P06072	08/05/2012	160	9.93	24	Debenture Plus	Business Loan	Manufacturing
32	BLN-P05999	09/05/2012	100	9.97	36	Debenture Plus	Business Loan	Manufacturing
33	BLN-P05999	10/05/2012	75	10.2	36	Debenture Plus	Business Loan	Manufacturing
34	BLN-P06071	09/05/2012	110	9.29	36	Debenture Plus	Business Loan	Admin and support service activities
35	BLN-P06070	17/05/2012	90	10.16	36	Debenture Plus	Business Loan	Other service activities
36	BLN-P05999	28/05/2012	75	9.9	24	Debenture Plus	Business Loan	Manufacturing
37	BLN-P01292	24/05/2012	175	9.94	48	Debenture Plus	Business Loan	Wholesale and retail trade and repair of motor vehicles

Tabella 4.4: Una selezione del Loan Book di ThinCats. Fonte: Sito web ThinCats, dati al 23/12/16.

4.2 Ecosistema delle piattaforme in Gran Bretagna e in Italia

In questa sezione ci concentriamo sull'ecosistema italiano delle piattaforme di Peer to Peer Lending, questo viene confrontato con l'ecosistema inglese molto più sviluppato in termini di numero di piattaforme operanti, volumi erogati e soggetti che svolgono funzioni di supporto alle piattaforme. Nel contesto italiano, P2P Lending Italia è l'unica organizzazione che fornisce un quadro dei portali attivi in Italia. La tabella 4.5 riporta un elenco delle piattaforme individuate dall'ecosistema di P2P Lending Italia. Come si può notare la data di nascita delle piattaforme è molto recente, primo segnale che il mercato in italia è ancora agli albori. Ho voluto riassumere nella tabella 4.5 anche le informazioni rigurdanti le qualifica giuridica delle piattaforme, per un motivo preciso: nelle mie analisi ho deciso di non considerare le piattaforme che rientrano tra gli Intermediari Finanziari (Art. 106, TUB). Inoltre l'analisi di focalizza su piattaforme italiane, cioè piattaforme che hanno una stabile

organizzazione[83] in Italia. Di conseguenza viene tralasciata Ibondis, per esempio, autorizzata e vigilata dall'autorità brittanica Financial Conduct Authorithy. Secondo questi criteri abbiamo selezionato le piattaforme Smartika, Prestiamoci e Borsa del Credito per l'analisi del mercato italiano.

Piattaforme P2P Lending Italia	Data di nascita	Prima erogazione	Qualifica giuridica
Smartika	Luglio 2005	Luglio 2005	Istituto di Pagamento
Prestiamoci	Luglio 2009	Gennaio 2010	Intermediario finanziario e Istituto di pagamento
WorkInvoice	Dicembre 2013	Dicembre 2014	Start-up Innovativa
Soisy	Gennaio 2015	Giugno 2016	Istituto di pagamento
Cashme	Luglio 2015	Marzo 2016	Start-up innovativa
BorsadelCredito	Settembre 2015	19 Ottobre 2015	Istituto di pagamento
Credimi	Settembre 2015	Settembre 2016	Intermediario finanziario
IBondis	Marzo 2015	Marzo 2016	Istituto finanziario europeo
YounitedCredit	Marzo 2016	Aprile 2016	Istituto di credito

Tabella 4.5: Piattaforme appartenenti all'ecosistema del P2P Lending Italia, dati relativi alla data di creazione e alla forma giuridica. Fonte: Elaborazione personale da "Hub" sito web P2P lending Italia, dati aggiornati al 10/01/2017.

Tali piattaforme possono essere distinte a seconda della tipologia di richiedenti prestiti a cui si rivolgono: Imprese e Individui. Nel caso i richiedenti siano imprese queste possono essere PMI che devono finanziare un progetto o aziende che hanno intenzione di cedere dei crediti commerciali (Online Invoive Trading). Si veda a questo proprosito la tabella 4.6. Nel mercato italiano notiamo che le piattaforme tendono a specializzarsi in un settore, cioè ad offrire prestiti al consumo o prestiti ad aziende.

[83] Art.162 comma 1 del Tuir (Testo unico delle imposte sui redditi) è una sede fissa d'affari per mezzo della quale un'impresa non residente esercita tutta o in parte la sua attività sul territorio dello Stato.

Prestiti a PMI	Prestiti per i crediti commerciali	Prestiti a individui
BorsadelCredito	WorkInvoice	Smartika
IBondis	Cashme	Prestiamoci
	Credimi	Soisy

Tabella 4.6: Classificazione delle piattaforme dell'ecosistema italiano (P2P lending Italia) in base alla tipologia di richiedenti prestiti. Fonte: Elaborazione personale da P2P lending Italia, dati aggiornati al 10/01/2017.

L'associazione inglese P2P Finance Association riunisce le principali piattaforme operanti nell'ecosistema del Peer to Peer Lending britannico. La tabella 4.7 riporta tali operatori distinti in base alla tipologia di richiedente. Rispetto alle piattaforme italiane alcune piattaforme inglesi si occupano sia di credito al consumo sia di prestiti a PMI (Funding Circle, Rate Setter e Lending Works, anche se quest'ultima per una percentuale molto limitata pari allo 0,3 % dei prestiti erogati[84]). Inoltre esiste una tipologia di piattaforme, specializzata nell'erogazione di prestiti per l'acquisto di immobili e garantiti dalla proprietà immobiliare stessa, che nel mercato italiano ancora non esiste.

Forniamo ora alcuni dati specifici per ciascuna piattaforma, la tabella 4.8 riporta i possibili intervalli del valore dei prestiti che è possibile richiedere tramite ciascuna piattaforma italiana e la tabella 4.9 per quelle inglesi, distinte per tipologia. Emerge che le piattaforme italiane propongono prestiti di volume ridotto sia per prestiti al consumo che per prestiti ad aziende. Ciò potrebbe essere una scelta relativa ai bisogni del mercato, cioè alla finalità delle richieste di prestiti. Interessante per capire questo aspetto è osservare le ragioni delle richieste dei prestiti, i grafici 4.1 e 4.2 rappresentano le motivazioni delle richieste di prestiti nel mercato del credito al consumo in Inghilterra e Italia. I dati sulle finalità delle richieste dei prestiti al consumo in Italia sono stati raccolti analizzando un campione di 100 prestiti erogati tramite la piattaforma Prestiamoci. Per quanto riguarda i dati delle piattaforme inglesi invece, Lending Works e RateSetter foniscono sui propri siti dei valori in percentuale. Per quanto

[84] Dati statistiche sito web delle piattaforma: https://www.lendingworks.co.uk/peer-to-peer-lending/statistics/borrowers.

riguarda il segmento dei prestiti alle imprese non è stato possibile reperire dati in merito alle finalità, per completezza si riportano i settori di appartenenza delle imprese che hanno richiesto finanziamenti a Borsa del Credito, l'unica piattaforma italiana che opera nei prestiti alle imprese (grafico 4.3).

Prestiti a PMI	Prestiti per i crediti commerciali	Prestiti a individui	Prestiti garantiti da una proprietà immobiliare
Rate Setter (19%)	MarketInvoice	Zopa	Lendbay
Funding Circle		Lending Works (0,97%)	LendInvest
ThinCats		RateSetter (81%)	
Lending Works (0,3%)			

Tabella 4.7: Classificazione delle piattaforme dell'ecosistema inglese in base alla tipologia di richiedenti prestiti. Fonte: Elaborazione personale da P2P FA, dati aggiornati al 10/01/2017.

Piattaforme P2P Lending Italia	Range Ticket offerto in Euro
Prestiti PMI	Da 10.000 a oltre 500.000
Borsa del Credito	da 10.000 a oltre 500.000
IBondis	da 10.000 a 250.000
Prestiti a individui	da 150 a 25.000
Smartika	da 1000 a 15.000
Prestiamoci	da 1500 a 25.000
Soisy	da 150 a 15.000

Tabella 4.8: Volumi dei ticket offerti per ciascuna piattaforma italiana, considerata da P2P Lending Italia. Fonte: Elaborazione personale, dati delle piattaforme, aggiornati al 25/01/2017.

Piattaforme P2P Financial Association	Range Ticket offerto in Sterline
Prestiti PMI	Da 5000 a 5 milioni
Rate Setter	fino a 35.000
Funding Circle	da 5000 a 1 milione
ThinCats	Da 10.000 a 5 milioni
Prestiti a individui	Da 1000 a 1 milione
Zopa	da 1000 a 25.000
Lending Works	da 1500 a 25.000
Funding Circle	fino 350.000
RateSetter	Fino a 1 milione

Tabella 4.9: Volumi dei ticket offerti per ciascuna piattaforma inglese (P2PFA). Fonte: Elaborazione personale, dati siti web delle piattaforme al 25/01/2017.

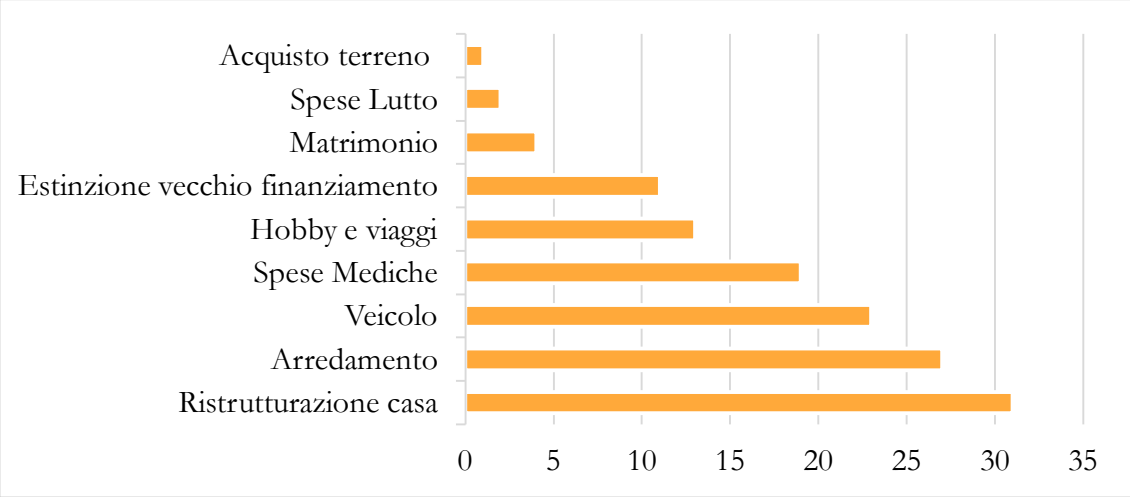

Grafico 4.1: Numero di prestiti erogati per finalità delle richieste (prestiti al consumo) nelle piattaforme italiane. Fonte: Elaborazione personale, dati loan book Prestiamoci e sito web, campione di 100 prestiti erogati.

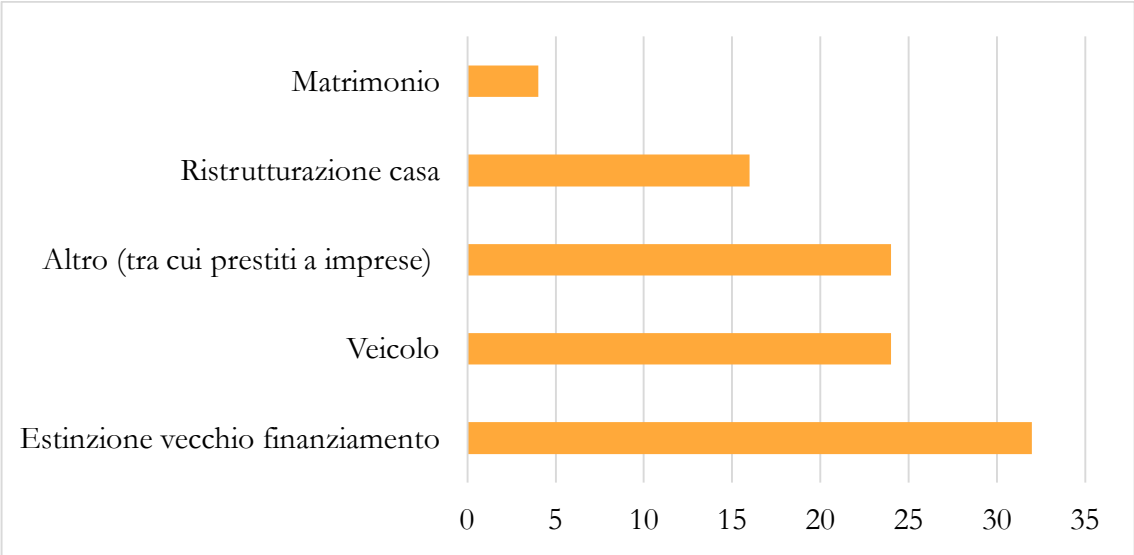

Grafico 4.2: Numero di prestiti per finalità delle richieste (prestiti al consumo) nelle piattaforme inglesi Fonte: Elaborazione dati piattaforme, Lending Works e RateSetter, percentuali su tutti i prestiti erogati.

Dal confronto delle finalità emerse nel mercato italiano e inglese emergono due situazioni differenti, più del 30 % delle richieste di prestiti in Italia sono dovute alla ristrutturazione della casa, in Gran Bretagna all'estinzione di un vecchio finanziamento.

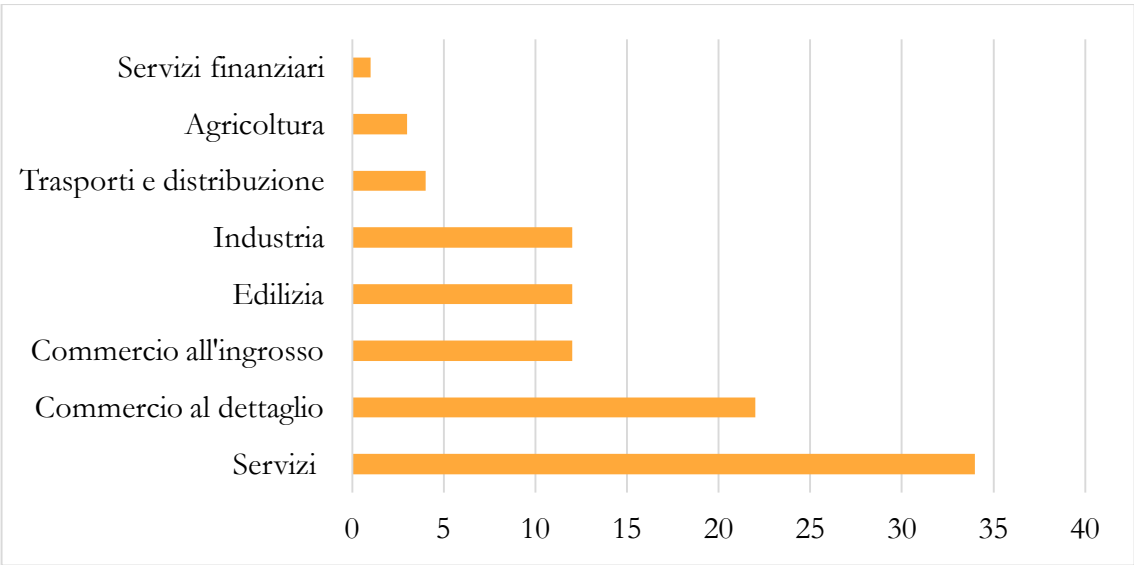

Grafico 4.3: Settori a cui appartengono le PMI che richiedono prestiti in Italia tramite il P2P Lending. Fonte: 1° Report sul Crowdfunding, Politecnico di Milano (2016).

4.3 Dimensione e struttura del mercato inglese e italiano

Analizziamo ora più nel dettaglio le dimensioni del mercato italiano e inglese del Peer to Peer Lending e le singole quote per ogni settore[85] per farlo consideriamo le dimensioni delle singole piattaforme che operano nel mercato inglese e italiano. Come misura delle dimensioni delle singole piattaforme utilizziamo il volume dei prestiti erogati da "inception", cioè l'ammontare di prestiti erogati dalle piattaforme dal momento della loro creazione alla data attuale, la nostra rilevazione è al 10/01/2017. I dati dei volumi da inception sono reperibili attraverso i siti web delle piattaforme stesse, inoltre Altfi[86] e P2P Finance Association, forniscono gratuitamente questa tipologia di dati, ma questi ultimi si fermano al terzo trimestre 2016, per questa ragione la tabella 4.10 riporta i volumi erogati da "inception" reperiti direttamente tramite i siti web delle piattaforme e convertiti in euro per essere confrontati con i volumi italiani. Per quanto riguarda il mercato inglese, consideriamo tutto l'ecosistema di piattaforme membri della P2P Finance Association, per avere un quadro completo del mercato. Per quanto riguarda il mercato italiano consideriamo le piattaforme Smartika, Borsa del Credito e Prestiamoci, i dati di partenza, relativi ai volumi generati da "inception" sono stati reperiti tramite i siti web delle piattaforme e sono elencati nella tabella 4.11.

A partire da questi dati calcoliamo le quote di mercato di ogni singola piattaforma e di conseguenza le quote di mercato per tipologia: individui, imprese e crediti commerciali. La tabella 4.12 riporta il foglio di calcolo che è stato utilizzato per calcolare le quote relative a ciascuna piattaforma nel mercato inglese e italiano. Il grafico 4.4 rappresenta in percentuale le quote di mercato per ciascuna piattaforma nel segmento dei prestiti alle PMI, mentre il grafico 4.5 per il segmento dei prestiti agli individui; il grafico 4.6 i prestiti garantiti da immobili. Nel mercato britannico, due piattaforme, LendInvest e Lendbay, sono specializzate nell'erogazione di prestiti per l'acquisto di proprietà immbiliari, i prestiti sono garantiti dall'immobile stesso. Alcune piattaforme operano sia nel settore dei prestiti alle imprese, che prestiti a individui per individuare la quota di mercato abbiamo quindi tenuto

[85] Per settori all'interno del Peer to Peer Lending intendiamo la distinzione in base alle tipologie di richiedenti.

[86] Società di data analytics specilizzata nel fornire dati sulla finanza alternativa in Gran Bretagna.

in considerazione questo aspetto. Le piattaforme stesse forniscono dati in merito alla quota di prestiti erogati alle imprese e quelli erogati agli individui. Nel segmento dei prestiti alle imprese abbiamo considerato: RateSetter (19% dei prestiti erogati), ThinCats (100 % prestiti erogati) e Lendig Works (0,3 % dei prestiti erogati), Funding Circle (100 % dei prestiti erogati)[87].

Il grafico 4.7 rappresenta la distribuzione delle quote di mercato per settore per quanto riguarda l'ecosistema inglese, per un confronto ottimale con la struttura del settore in Italia non abbiamo considerato l'unica piattaforma che si occupa di prestiti per la cessione di crediti commerciali.

Piattaforme inglesi	Ammontare prestiti erogati da inception in euro
Zopa	2.226.896.724
Funding Circle	2.117.147.863
Rate Setter	1.885.812.115
MarketInvoice	1.220.960.008
LendInvest	970.754.474
ThinCats	241.894.648
Lendbay	49.662.984
LendingWorks	45.706.384
Totale	**6.873.023.085**

Tabella 4.10: Volumi in Euro di prestiti erogati da inception da ciascuna piattaforma della P2P FA, in ordine decrescente. Fonte: Dati piattaforme e Altfi, converiti da sterline a euro con tasso di cambio Euro/Sterlina del 26/01/2017 (pari a 1,151205).

[87] Dati siti web delle piattaforme.

Mercato italiano	Volumi erogati da inception in Euro
Smartika	25.540.600
Prestiamoci	4.300.000
BorsadelCredito	7.015.843
Totale	36.856.443

Tabella 4.11: Volumi in Euro di prestiti erogati da inception da ciascuna piattaforma italiana considerata nella nostra analisi, in ordine decrescente. Fonte: Elaborazione personale, dati piattaforme Smatika, Prestiamoci e Borsa del credito.

Mercato PMI	Volume in Euro	Percentuale	Volume in %	Quota di ogni piattaforma nel settore PMI
Funding Cicle	2.117.147.863	100%	2.117.147.863	78%
RateSetter	1.885.812.115	19%	358.304.302	13%
ThinCats	241.894.648	100%	241.894.648	9%
Totale mercato business			2.717.346.813	
Mercato Individui				**Quota di ogni piattaforma nel settore individui**
Zopa	2.226.896.724	100%	2.226.896.724	58,60%
Lending Works	45.706.384	100%	45.706.384	1,20%
RateSetter	1.885.812.115	81%	1.527.507.813	40,20%
Totale mercato individui			3.800.110.921	
Mercato Mortgage				**Quota di ogni piattaforma nel settore prestiti garantiti**
LendInvest	970.754.474	100%	970.754.474	95,10%
Lendbay	49.662.984	100%	49.662.984	4,90%
Totale mercato prestiti garantiti da immobili			1.020.417.458	
Mercato Invoice Trading				
MerketInvoice	1.220.960.008	100%	1.220.960.008	100%
Piattaforme Italiane				
Mercato indididui	**Volume in Euro**	**Percentuale**	**Volume in %**	**Quota di ogni piattaforma nel settore PMI**
Smartika	25.540.600	100%	25.540.600	85,60%
Prestiamoci	4.300.000	100%	4.300.000	14,41%
Totale consumo			29.840.600	
Mercato PMI				**Quota di ogni piattaforma nel settore individui**
BorsadelCredito	7.015.843	100%	7.015.843	100%
Totale			7.015.843	

Tabella 4.12: Foglio di calcolo dell'analisi che è stata elaborata per determinare le quote nel marcato inglese e italiano.

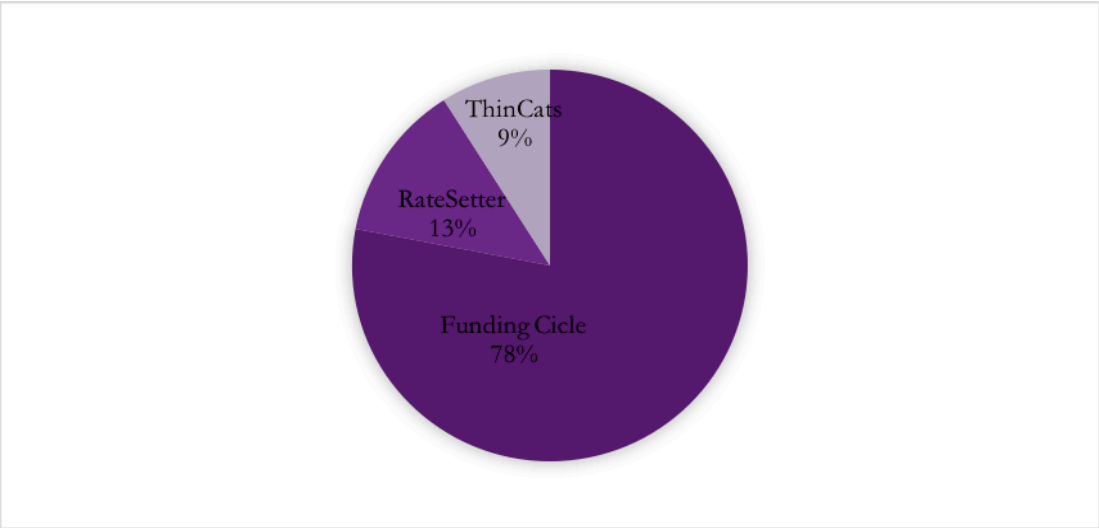

Grafico 4.4: Distribuzione delle quote di mercato per singola piattaforma del segmento di prestiti alle imprese in Gran Bretagna. Fonte: Elaborazione personale, dati siti web delle piattaforme.

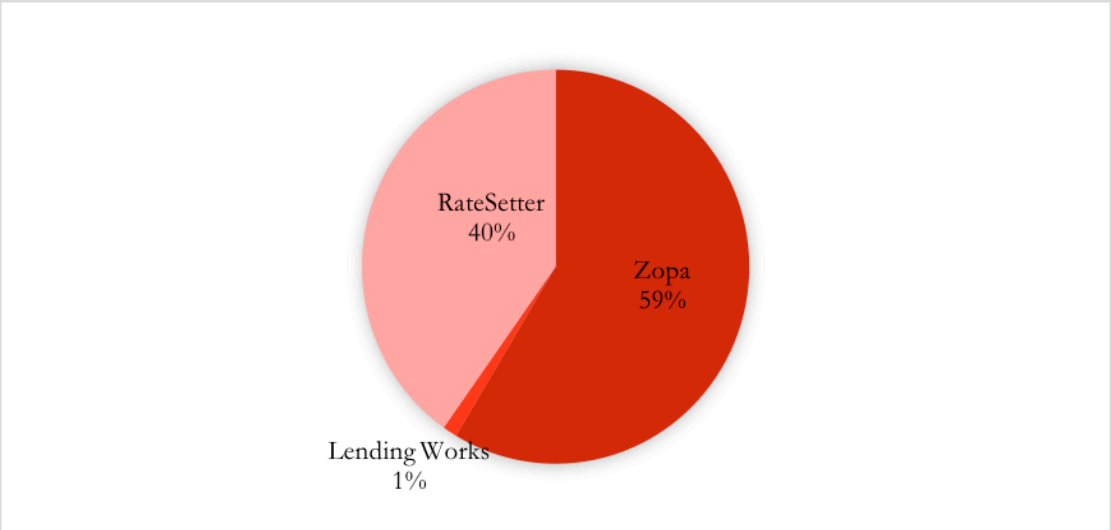

Grafico 4.5: Distribuzione delle quote di mercato per singola piattaforma del segmento di prestiti al consumo. Fonte: Eleborazione personale, dati siti web delle piattaforme.

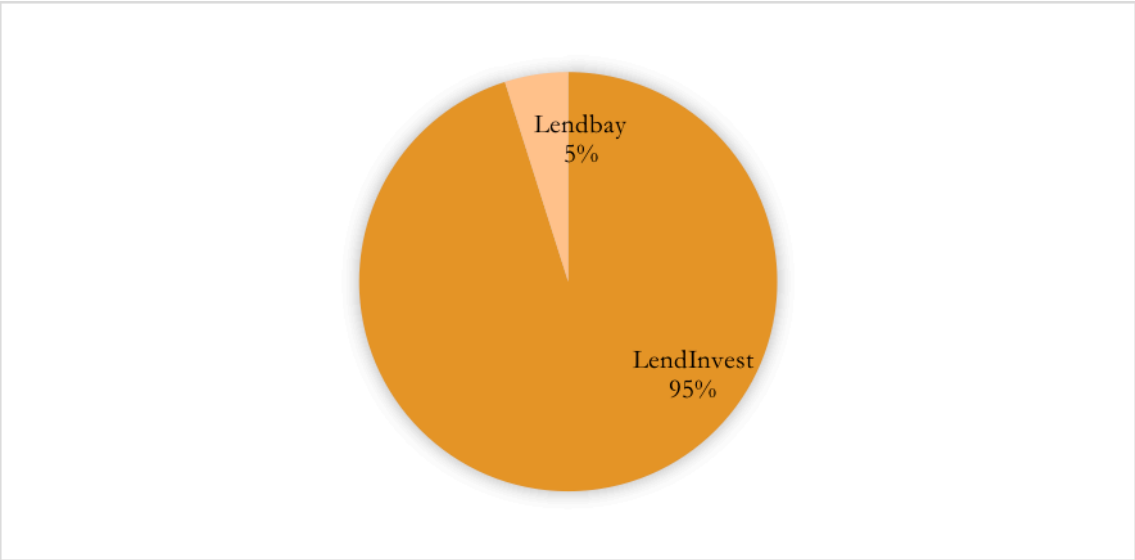

Grafico 4.6: Distribuzione delle quote di mercato per singola piattaforma del segmento di piattaforme che erogano prestiti per acquisto di immobili. Fonte: Eleborazione personale dati siti web delle piattaforme.

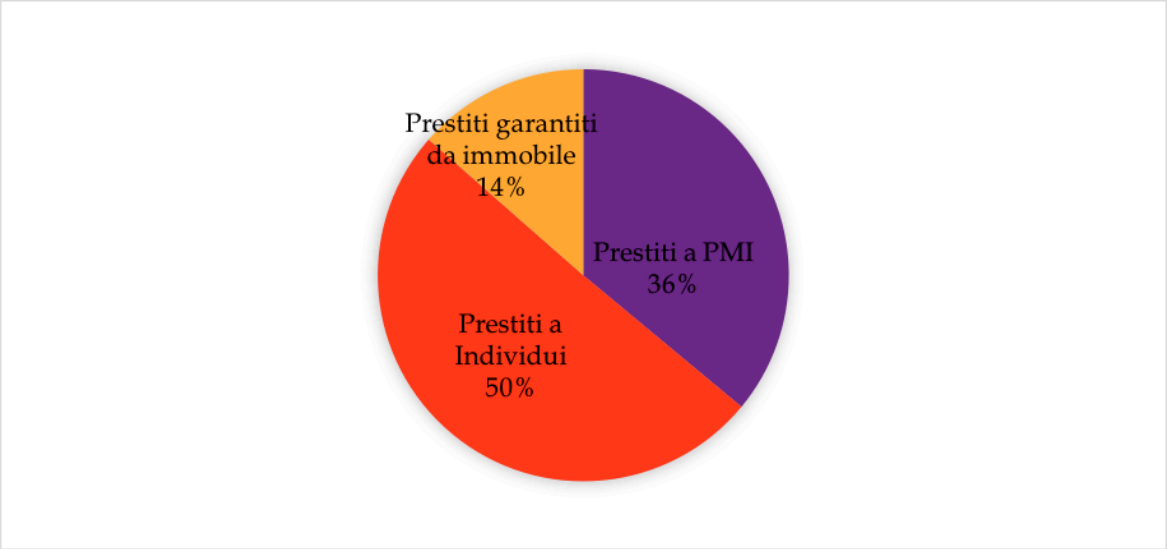

Grafico 4.7: Distribuzione delle quote di mercato nel peer to peer lending britannico per settore. Fonte: Elaborazione personale, dati piattaforme.

Per quanto riguarda il mercato italiano in questa analisi non sono state incluse le piattaforme, pur contemplate nell'ecosistema esposto da P2P Lending Italia, che non hanno una stabile organizzazione in Italia. Inoltre altri criteri per la selezione delle piattaforme da includere sono stati:

- operare come istituto di pagamento
- operare da un periodo di tempo che consenta un livello di dati a disposizione appropriato, che consideriamo essere pari ad almeno un anno.

La tabella 4.13 mostra i risultati relativi alle quote di mercato in Italia, calcolate a partire dai volumi erogati da "inception" dalle singole piattaforme. È evidente che gran parte del mercato è appannaggio del settore rivolto a individui. Sia nel mercato inglese che italiano è il segmento dei prestiti tra individui che rappresenta la quota di mercato più ampia, in Italia l'81 % e in Gran Bretagna il 50 % del mercato. In Italia il mercato delle piattaforme che offrono prestiti per l'acquisto di attività immobiliari garantiti è ancora inesistente.

La prima considerazione da fare in merito al mercato italiano è che nel settore dei prestiti alle imprese esiste un ampia possibilità di crescita. Il segmento dei prestiti alle PMI in Italia è infatti, ancora agli albori, una sola piattaforma vi opera dal 2015, Borsa del Credito, mentre in Gran Bretagna, Funding Circle è il leader indiscusso nel settore, seguito da Rate Setter e ThinCats. Questa è una delle motivazioni per cui è interessante approfondire e analizzare il mercato del peer to peer lending in Italia, questo segmento infatti, costituisce in Italia, un mercato praticamente inesplorato. Inoltre, emerge, da questa prima analisi, che il mercato inglese è molto più sviluppato sia in termini di volumi erogati per singola piattaforma sia per numero di operatori per segmento. [88] Il valore totale del mercato inglese è pari a 7.537.875.192 Euro mentre il valore di quello italiano è 36.856.443 Euro[89], in termini di prestiti erogati da "inception".

---

[88] In realtà nel mercato inglese operano altri seggetti che possiamo considerare piattaforme di peer to peer lending, per la nostra analisi abbiamo considerato le piattaforme iscritte alla P2P Finance Association perchè sono quelle che devono rispondere a livelli di trasparenza più elevati e di conseguenza rendono disponibili sul sito web i dati necessari alla nostra analisi.

[89] Stima calcolata sulla base dei volumi erogati delle singole piattaforme, dati delle piattaforme, aggiornati al 26 Gennaio 2017.

Mercato italiano	Volumi erogati da inception in Euro	% prestiti nel core business	Quota di mercato all'interno del segmento	Quota del mercato totale
Smartika	25.540.600	100%	85,6%	81%
Prestiamoci	4.300.000	100%	14,41%	
BorsadelCredito	7.015.843	100%	100%	19%

Tabella 4.13: Quote di mercato per settore nel mercato italiano calcolati a partire dai volumi erogati da "inception" dalle piattaforme italiane considerate nell'analisi. Fonte: Elaborazione personale, dati siti web delle piattaforme.

4.4 Crescita del mercato inglese e italiano

In questa sezione riportiamo i risultati dell'analisi dello sviluppo del mercato confrontando l'evoluzione dell'ecosistema inglese e di quello italiano nel tempo. Non è facile tracciare un'analisi storica del settore poiché il mercato è ancora molto giovane e la disponibilità di dati sia a livello di singola piattaforma che a livello aggregato è limitata. Le singole piattaforme molto raramente mettono a disposizione dati sulla loro crescita. Per quanto riguarda il mercato inglese la P2P Finance Association fornisce, online, sul proprio sito web, dati trimestrali sui volumi erogati dal terzo trimestre 2014 al terzo trimestre 2016, numero di prestatori e richiedenti, capitale ripagato sia a livello di singola piattaforma che a livello aggregato. Al fine di analizzare la crescita del mercato italiano, abbiamo utilizzato i dati aggregati forniti da P2P Lending Italia, che da Aprile 2016 traccia la crescita dei volumi erogati dalle piattaforme italiane. Ciò che emerge dall'analisi dei dati aggregati delle piattaforme nel tempo è una crescita esponenziale in entrambi i mercati, in tempi molto limitati, ciò fa pensare a quanto, il Peer to Peer Lending, sia un settore a cui guardare per il futuro. I dati sui volumi erogati per ogni trimestre sono stati riportati nella tabella 4.14, divisi per settore, individui, imprese e crediti commerciali. Non è possibile effettuare un confronto per ogni trimestre perché per quanto riguarda il mercato italiano i dati prima del secondo trimestre 2016 non sono disponibili. Possiamo confrontare il secondo e terzo trimestre del 2016, per quanto riguarda i prestiti alle imprese ad esempio, il volume erogato nel primo

trimestre del 2016 è circa 216 volte quello erogato in Italia; per i prestiti al consumo circa 64 volte quello erogato in Italia. Notiamo già da ora che il settore dei prestiti alle imprese tramite Peer to Peer Lending è quello meno sviluppato, che potrebbe avere maggiori potenzialità di crescita anche per le caratteristiche del tessuto economico italiano. Al fine di osservare in modo puntuale lo sviluppo nel tempo abbiamo calcolato il tasso di crescita dei volumi erogati per trimestre, tabella 4.15. Notiamo che in Gran Bretagna quasi ogni trimestre mostra un tasso di crescita positivo.

Passiamo ora ad un confronto diretto tra le dimensioni dei due mercati, nonostante i dati diponibili coincidano a livello temporale solo per due trimestri è possibile capire il distacco in termini di volumi erogati negli ultimi due anni.

Il grafico 4.8 mette in evidenza l'enorme "gap" che esiste nelle dimensioni del mercato inglese e di quello italiano e ci da una prima idea della potenzialità del settore non sfruttata in Italia. Inoltre nel grafico distinguiamo tra vari settori e confrontiamo la crescita tra i due trimestri comparabili, il secondo e il terzo del 2016.

	Gran Bretagna			Italia		
	Prestiti PMI	**Prestiti Individui**	**Crediti commerciali**	**Prestiti PMI**	**Prestiti Individui**	**Crediti commerciali**
Q3 2015	247.857.890	273.083.094	91.761.399	N.D	N.D	N.D
Q4 2015	285.402.139	281.316.512	95.386.543	N.D	N.D	N.D
Q1 2016	300.621.069	310.905.934	95.386.544	N.D	N.D	N.D.
Q2 2016	268.688.944	290.580.258	91.216.879	1.243.980	4.503.120	6.585.900
Q3 2016	310.671.161	312.136.443	9.527.6356	1.709.320	7.275.140	7.628.440
Q4 2016	N.D	N.D	N.D	2.762.450	9.827.090	17.730.100

Tabella 4.14: Volumi erogati per ogni trimestre (da Q3 2015 a Q4 2016) in Gran Bretagna e Italia, valori espressi in milioni di Euro. Dati P2P FA e P2P Lending Italia. I dati della P2P FA sono stati converiti in Euro al tasso di cambio Sterlina/Euro pari a 1,1512 ed approssimati. I dati relativi alle piattaforme italiane sono riportati approssimati.

Tasso di crescita	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016
Gran Bretagna	5,58%	32,66%	10,39%	19,61%	8,63%	8,38%	-8,02%	6,49%	
Italia								34,7%	82,5%

Tabella 4.15: Tasso di crescita dei prestiti erogati in Italia e Gran Bretagna nel trimestre, dal Q3 2014 al Q4 2016 calcolati a partire dai volumi erogati. Fonte: Elaborazione dati P2P Finance Association e P2P Lending Italia.

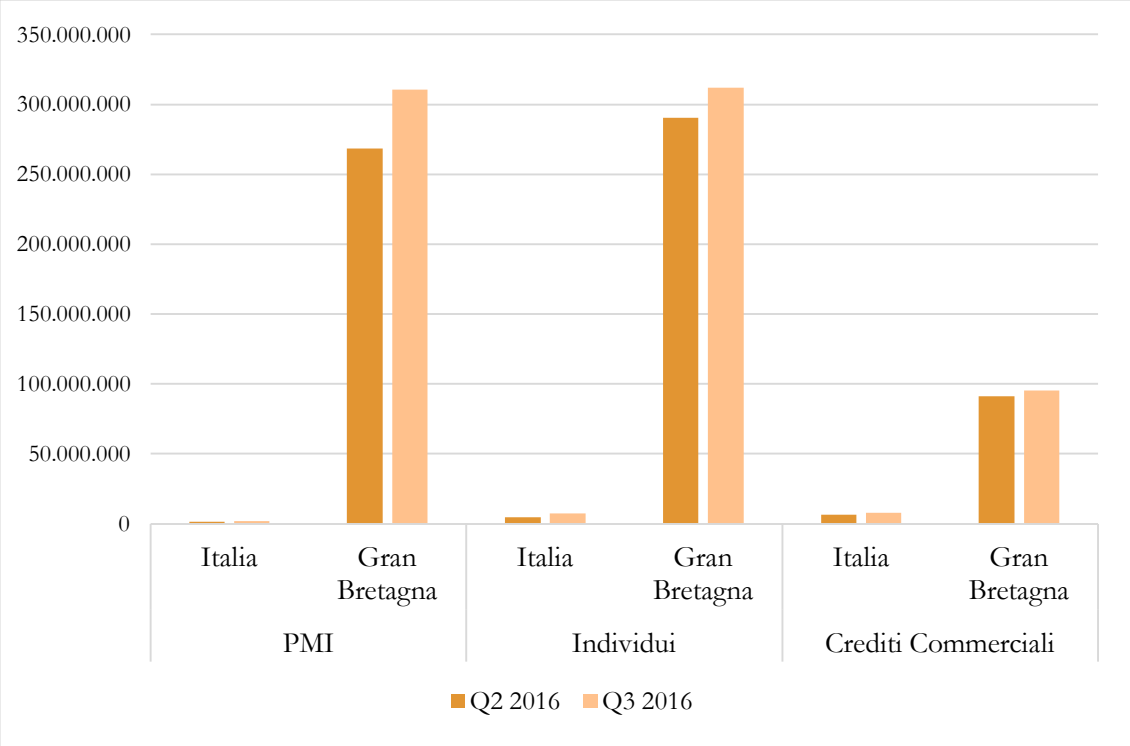

Grafico 4.8: Confronto crescita dei volumi di prestiti erogati in Gran Bretagna e in Italia dal Q2 2016 al Q3 2016 divisi per settore. Fonte: Elaborazione personale, dati P2P FA e P2P Lending Italia, espressi in Euro, i dati della P2P FA sono stati converiti in Euro al tasso di cambio Sterlina/Euro pari a 1,1512 ed approssimati.

I dati della P2P Finance Association ci consentono di dare uno sguardo alla crescita delle singole piattaforme, il grafico 4.9 propone il confronto tra i volumi erogati dal terzo trimestre 2014 al terzo trimestre 2016, per singola piattaforma. La crescita delle singole piattaforme è proporzionale alla loro dimensione. Per quanto riguarda il mercato italiano possiamo fare un confronto a livello aggregato per tipologia di piattaforma (in base ai richiedenti prestiti) nel grafico 4.10, confrontando il numero di prestiti erogati. Al di la della crescita che emerge in a livello complessivo anche in Italia, dal grafico 4.11 si evince che le percentuale di prestiti erogati mensilmente nel secondo semestre 2016 mostrano una progressiva diminuzione di prestiti destinati ad individui rispetto a quelli destinati alle imprese.

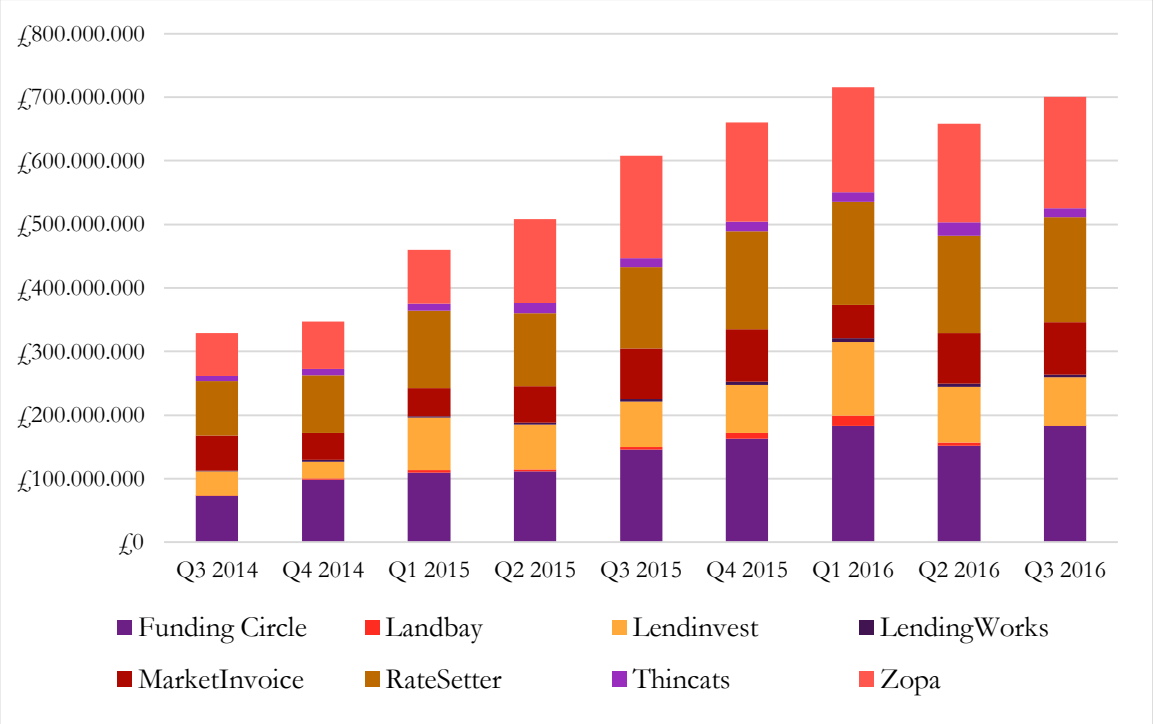

Grafico 4.9: Totale ammontare prestato dalla nascita di ciascuna piattaforma, membro della P2P Financial Association, in milioni di sterline. Fonte: Elaborazione personale, dati P2P Financial Association.

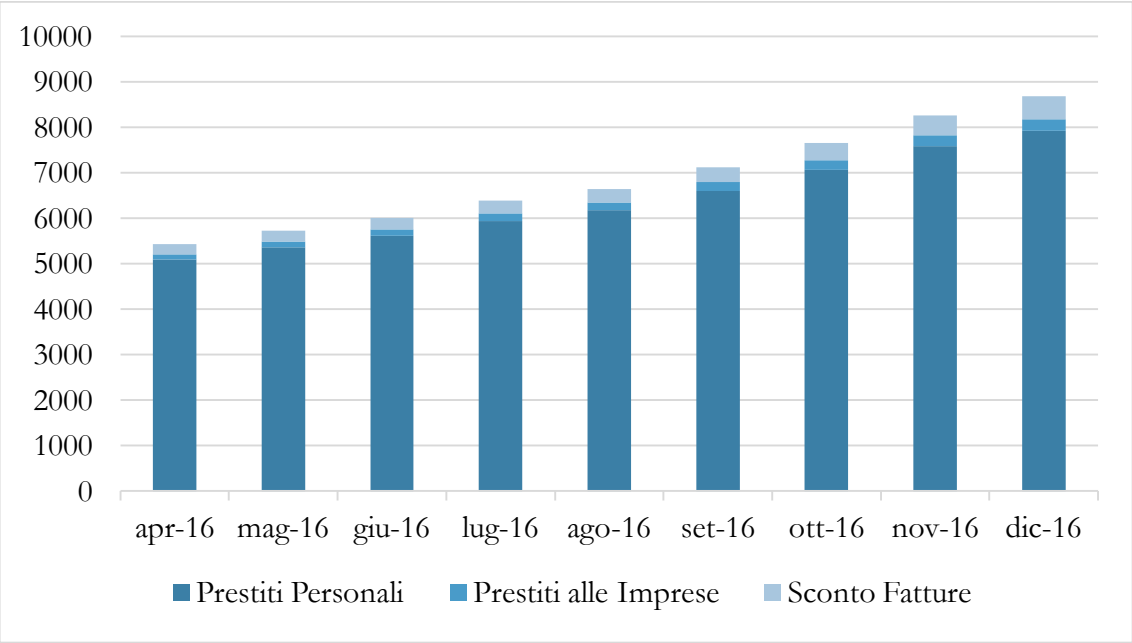

Grafico: 4.10: Crescita del numero di prestiti erogati da Aprile 2016 a Dicembre 2016 dalle piattaforme italiane, distinte per tipologie di prestiti. Fonte: Elaborazione personale, dati P2P Lending Italia.

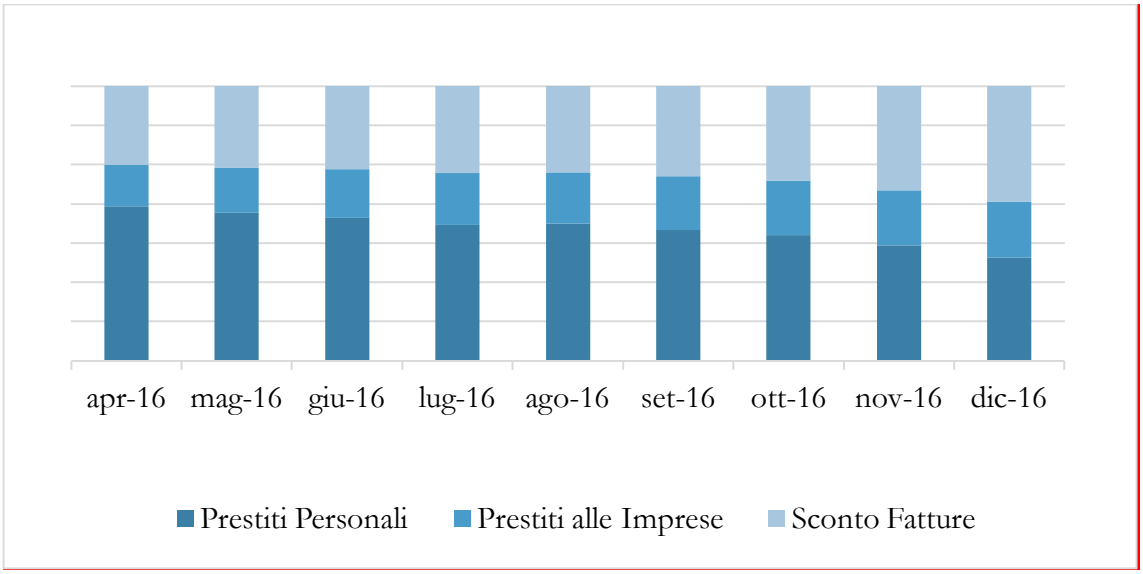

Grafico 4.11: Percentuali del numero di prestiti erogati per ogni settore in Italia rispetto al totale. Fonte: Elaborazione personale, dati P2P Lending Italia.

4.5 Stima del valore potenziale del mercato del Peer to Peer Lending in Italia

A partire dall'analisi che abbiamo fino a qui elaborato possimo affermare che il quadro che ne risulta è una situazione italiana che si presenta alcuni anni in ritardo rispetto a quella inglese, questo significa che esiste uno spazio di mercato praticamente inesplorato che è necessario sfruttare; è importante a questo scopo, quantificare le potenzialità del mercato. In questa sezione riporto i risultati della stima che ho effettuato sulle potenziali dimensioni in termini di volumi che saranno erogati nel prossimo anno. Ho scelto di focalizzarmi sulla stima del mercato dei prestiti a PMI poiché è quello che attualmente ha solo un operatore ed inoltre rappresenta un'opportunità importante come alternativa di finanziamento per le PMI, che costituiscono la base del nostro sistema economico e che hanno difficoltà ad accedere al credito.

Ho proceduto nelle seguenti modalità (si veda la tabella 4.16): ho considerato il numero di imprese totale presenti in Italia: 3.721.375, di queste il 99,9 % sono PMI, per un totale di 3.718.236 imprese (Statistiche Eurostat, 2008-2011). Poi ho considerato il numero di PMI che non hanno accesso al credito, perché le richieste vengono respinte dalle banche o hanno trovato inaccettabili le condizioni proposte, il 16,7% (Statistiche Eurostat, 2008-2011). Il 16,7 % di 3.718.236, rappresenta il mercato potenziale delle piattaforme di peer to peer lending, pari a 620.945 imprese. Ho considerato le imprese che non hanno accesso al credito, basandomi sull'ipotesi che le piattaforme non siano diretti concorrenti delle banche. Le richieste che vengono accettate, secondo le stime delle piattaforme italiane operanti corrispondono ad un tasso del 4-5% sulle richieste totali. Di conseguenza ho applicato il 4 % al numero di Pmi mercato potenziale; 24.838 è il numero di imprese che potenzialmente potrebbe essere finanziato; considero che il mercato target sia il 5 % di queste, pari a 1241 imprese che rappresenta una stima del numero dei richiedenti. Al fine di stimare le dimensioni del mercato in termini di volumi che potenzialmente potrebbero essere erogati tra un anno ho considerato l'ammontare medio erogato dalle piattaforme PMI, pari a 33.226 euro, che stimo potrebbe aumentare a 50.000 Euro considerando la crescita dal 2015 (da 11.365 a 33.226 Euro, dati P2P Lending Italia) e la crescita avvenuta nelle piattaforme inglesi (dati P2P Finance Association). Il volume totale erogato l'anno prossimo potrebbe essere di 62.095.000 nel settore dei prestiti alle imprese, ottenuto moltiplicando il numero di richiedenti per il ticket medio stimato. La tabella 4.17 riporta tali valori e li confronta con quelli degli ultimi due anni, dati raccolti da P2P Lending Italia.

Italia		%	Europa	%
N. Imprese Totale	3.721.375	100%	14.476.368	100%
Grandi Imprese	3139	0,1%	2.960.003	20,4%
PMI	3.718.236	99,9%	11.516.365	79,6%
Medie	19.126	0,5%	1.837.003	12,7%
Piccole	171.658	4,6%	3.049.375	21,1%
Micro	3.527.452	95%	6.629.987	45,8%

Tabella 4.16: Calcolo della stima del mercato potenziale. Fonte: Stime per il 2013 elaborate da DIW Econ sulla base di dati relativi al periodo 2008-2011 forniti dalla banca dati sulle statistiche strutturali d'impresa di Eurostat.

	2015	2016	2017
Erogato annuale in Euro	63.6459	6.379.384	**62.095.000**
N. Prestiti erogati nell'anno	56	192	**1241**
Ticket medio erogato nell'anno in Euro	11.365	33.225	**50.000**

Tabella 4.17: Stima valori annuali per il 2017 del mercato dei prestiti a PMI in Italia. Fonte: dati P2P Lending Italia per il 2015 e 2016, elaborazione personale della stima per il 2017.

4.6 Prestatori, richiedenti e tassi d'interesse

Il grafico 4.12 mette a confronto il capitale erogato in ogni trimestre con il capitale rientrato dai precedenti investimenti dalla totalità delle piattaforme inglesi. Notiamo come nel tempo la differnza tra capitale erogato e rientrato tende a ridursi.

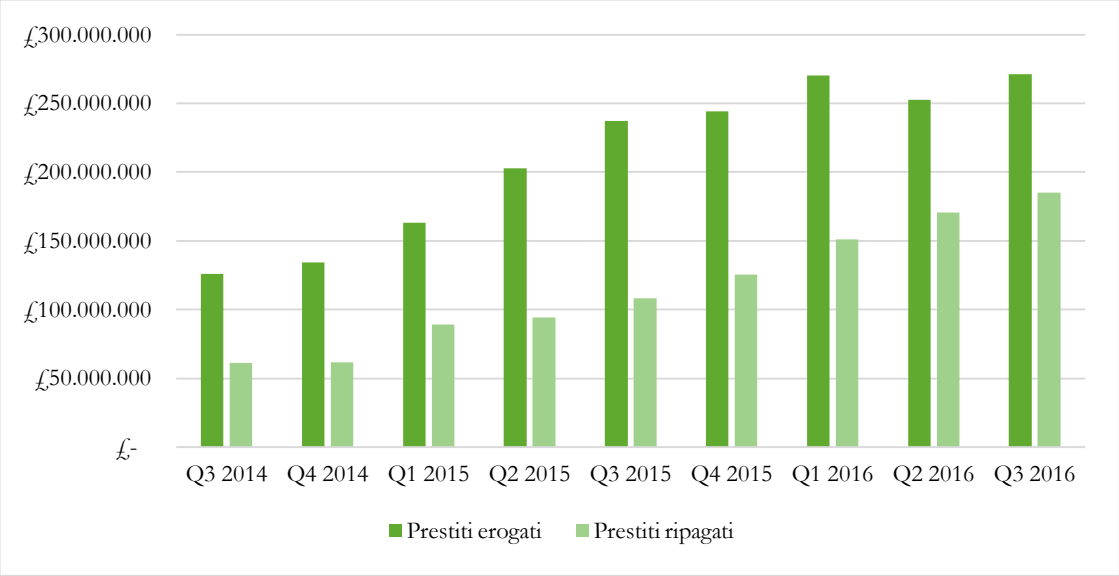

Grafico 4.12: Per ogni trimestre dal 2014 al 2016 si confronta il capitale totale prestato e quello ripagato a livello aggregato in milioni di sterline. Fonte: Elaborazione personale, dati P2P Financial Association.

Uno dei problemi delle piattaforme italiane emerso durante il workshop a Milano organizzato da P2P Lending Italia ad Ottobre 2016[90] è che esiste un "gap" tra il numero di prestatori e il numero di richiedenti, abbiamo quindi verificato se tale problema emerga anche nel mercato inglese ed effettivamente è così, come è visibile dal grafico 4.13. Notiamo però una crescita consistente nell'ultimo anno per entrambi.

[90] CrowdTuesday Milano, Marketplace Lending in Italia: come liberarne il potenziale Milano, 4 Ottobre 2016.

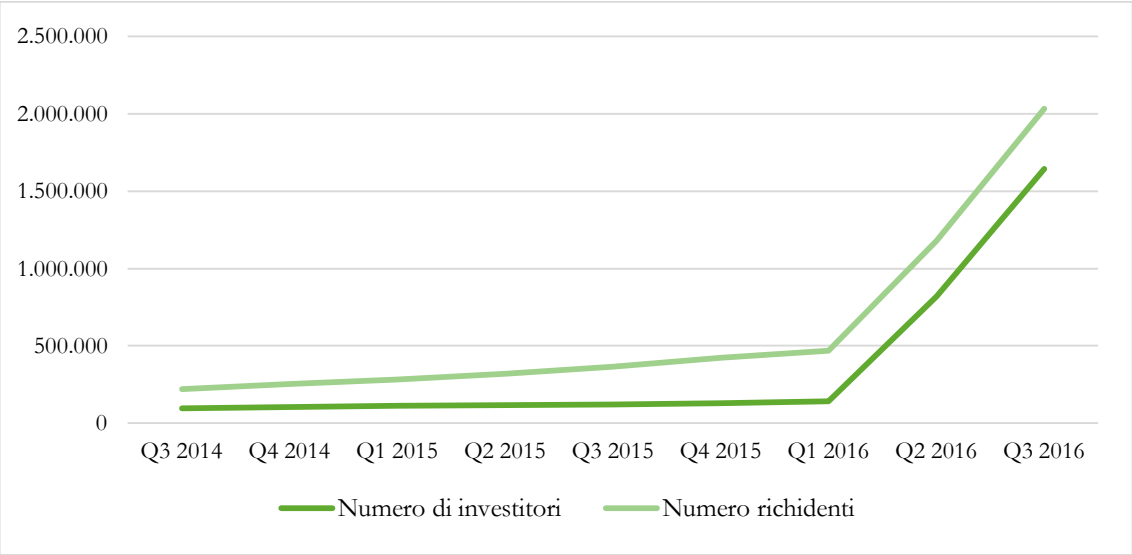

Grafico 4.13: Confronto tra numero prestatori e numero richiedenti (aziende e individui), dati: P2P Finance Association.

Un altro aspetto interessante da analizzare sono i tassi d'interesse applicati sui richiedenti delle piattaforme italiane e inglesi, per farlo ho considerato un campione di 100 prestiti dai loan books delle piattaforme (la tabella 4.18 riporta i tassi d'interesse dei 100 prestiti presi a campione per le piattfarme Prestiamoci, Lending Works e ThinCats) per ogni tipolgia di prestiti a individui e a PMI e ho calcolato la media dei tassi sui richiedenti. Anche le durate sono state calcolate con il medesimo metodo, considerando i dati dei loan books delle piattaforme. (Tabella 4.19). Il tasso di interesse medio applicato ai richiedenti in Italia è pari al 7,19 %, che confrontato rispetto a quello dei prestiti bancari nel 2015 pari al 3,48 % (World Bank data[91]) appare piuttosto elevato, ma dobbiamo considerare che i richiedenti sono stati razionati dagli istituti di credito e quindi il tasso incorpora il maggiore rischio di credito. Emerge che in media i tassi d'interesse sono più alti per le imprese rispetto agli individui e in generale in Gran Breatagna i tassi sono maggiori. Ciò è probabilmente dovuto anche al fatto che le leggi antiusura sono molto meno restrittive. Per quanto riguarda le durate dei prestiti, ad una crescita della durata corrisponde una crescita del tasso d'interesse.

[91]Dati disponbili al seguente link: http://databank.worldbank.org/data/reports.aspx?source=2&series=FR.INR.LEND&country=

Tassi d'interesse Lending Works		Tassi d'interesse ThinCats		Tassi d'interesse Prestiamoci	
4,90	4,90	7	11,75	3,9	4,81
4,10	3,90	8,65	11,5	7,45	4,99
4,11	3,90	10	8	5	4,81
4,12	3,90	15	12,25	6,57	8,86
4,13	4,60	10	12,5	3,9	12,52
4,14	4,90	10	8,94	8,75	4,81
4,15	4,60	7,37	11	6,57	3,9
4,16	4,90	10	11	3,9	6,57
4,60	4,90	14	11	4,99	3,9
5,30	4,90	13	10,92	4,99	4,81
4,60	4,90	8	14,49	4,99	4,99
4,60	3,90	12,41	10,75	3,9	3,9
4,60	5,50	9	9,97	4,99	8,86
4,90	5,50	12	10	4,99	4,99
4,60	4,10	14	11	3,9	4,99
4,90	4,10	10	10	4,99	12,52
4,90	4,90	12	11,5	3,9	9,86
4,90	4,90	8	10	3,9	4,99
3,90	4,60	12	12	3,9	10,86
4,90	4,90	10	12	12,52	3,9
3,90	4,60	6,98	10,5	4,99	4,99
4,60	4,90	9,83	13,4	4,81	5,99
4,90	4,90	12	11	4,81	11,36
4,60	4,90	12,26	10,99	3,9	10,86
5,00	5,60	8,9	9	3,9	4,99
4,90	5,60	9,99	11,5	3,9	9,86
5,00	4,10	10,99	8,1	4,99	5,99
4,90	4,90	8,98	10	4,99	11,36
4,90	4,90	10,29	11,35	3,9	10,86
4,90	4,10	9,93	9,33	3,9	4,99
4,90	5,30	9,97	9,07	3,9	9,86
4,60	4,90	10,2	9,61	8,86	5,99
4,90	4,10	9,29	10,24	3,9	11,36
3,90	5,90	10,16	10	3,9	10,86
5,50	4,60	9,9	11	4,99	4,99
4,90	4,90	9,94	11	3,9	9,86
4,90	4,90	8,88	9,46	3,9	5,99
4,90	4,90	9,02	956	3,9	4,4
3,90	4,90	10,5	8,96	4,81	11,36
4,90	4,60	10,5	9,48	10,86	9,86
4,90	4,90	9,49	11	6,67	7,57
4,90	4,60	12	9,99	3,9	6,77
4,90	4,90	10,75	9,38	3,9	4,99
5,50	4,10	9,8	10	4,99	4,99
4,90	4,60	11,5	11	3,9	4,99
4,90	5,90	10	10,47	3,9	4,4
4,60	5,30	10,02	9,23	3,9	6,7
4,60	4,60	10,75	8,98	6,67	6,7
3,90	4,10	10,74	9,28	4,81	3,9
4,60	4,90	16,86	11,5	4,99	4,4
	4,90		9,97		4,4

Tabella 4.18: Tassi d'interesse applicati sui richiedenti di un campione di 100 prestiti, dati loan books delle piattaforme Lending Works, ThinCats e Prestiamoci.

	Prestiti PMI GB	Prestiti PMI IT *	Prestiti Individui GB	Prestiti Individui IT
Media tassi di interesse richiedenti	8.68%	5,69%	4,71%	5,03%
Media durata prestiti erogati	38,7 mesi	30 mesi	38 mesi	39 mesi e 21 giorni

Tabella 4.19: Media dei tassi d'interesse applicati sui richiedenti distinti per tipologia e media della durata dei prestiti erogati distinti per categoria. Fonte: Elaborazione personale, dati dei loan books delle piattaforme: Prestiamoci, ThinCats, Funding circle e LendingWork. * I dati per i prestiti alle PMI in Italia appertengono alle piattaforma BorsadelCredito.it e sono frutto dell'elaborazione del 1° Report sul Crowfunding del Politecnico di Milano.

Il Peer to Peer Lending costituisce un'opportunità per gli investitori, che possono contare su un asset class alternativo, rispetto ai tradizionali "Fixed Income Assets" che registrano YTM US Government Bonds a 2 e 3 anni sono pari a 1,19 % e 1,47 % (dati Morningstar al 3.02.17), UK Gilt 2 Year YTM pari allo 0,11 % (Bloomberg, 03.02.17). Lo svantaggio degli investimenti nel Direct lending è la scarsa liquidità, non esiste cioè un mercato secondario sviluppato in cui scambiare i crediti. La tabella 4.20 riporta i rendimenti annuali di tre piattaforme inglesi, si tratta di dati riportati dalle piattaforme stesse nei propri siti come dati al lordo delle tasse.

Anno	RateSetter	ThinCats	Funding Circle
2011	6,13%	10,86%	4,1%
2012	5,38%	10,17%	7%
2013	4,6%	11,24%	5,7%
2014	4,5%	11,66%	7,5%
2015	4,8%	11,48%	6,9%
2016	4,24%	11,32%	7,1%

Tabella 4.20: Rendimenti medi annuali per i prestatori dal 2011 al 2016. Fonte: piattaforme RateSetter, ThinCats e Funding Circle.

Interviste

Smartika e Prestiamoci – Piattaforme di prestiti al consumo

Storia, Crescita, Prospettive Future

- Quali sono state le principali difficoltà inziali nella creazione della piattaforma?
- Quali sono le principali difficoltà che riscontrate attualmente?
- Ho visto che avete il problema di un "gap" nel numero di prestatori rispetto ai richidenti, come l'avete affrontato?
- Quali sono i principali canali che utilizzate per raggiungere i clienti?
- Quale è stata la vostra crescita come business in termini di fatturato e ROI negli anni? (Vi chiedo se potete fornirmi dei dati)
- Quali sono i principali strumenti di finanziamento che utilizzate?
- Avete dei dati da fornirmi rispetto ai volumi di prestiti erogati e alla crescita della piattforma?

Mercato

- Il mercato italiano del peer to peer lending è ancora agli albori, pensate che abbia le potenzialità per svilupparsi come quello inglese e oltre? Se sì, su quali basi?
- Qual è il vostro target market? (profilo del segmento prestatori e profilo del segmento richiedenti)
- Quali sono i vostri principali concorrenti? Come vi differenziate?

Marketing

- Oltre al sito web della piattaforma, utilizzate altri canali per raggiungere i vostri clienti?
- Su che cosa basate la relazione con il cliente?
- Quali ritenete essere i vostri partners strategici?
- Quali ritenete essere le risorse e attività chiave del vostro business?

Rendimenti per investitori

- Come vi ponete rispetto ai problemi derivanti dall'assimetria informativa tipici delle piattaforme di peer to peer lending?
- Come misurate il rischio di credito?
- Avete dei dati da fornirmi sui rendimenti annuali e/o trimestrali fino ad oggi per ogni categoria di rischio dei richidenti?

Borsa del Credito – Piattaforma di prestiti a PMI

- Quali sono state le principali difficoltà inziali nella creazione della piattaforma?
- Quali sono le principali difficoltà che riscontrate attualmente?
- Quali sono i principali canali che utilizzate per raggiungere i clienti? (Oltre alla piattaforma utilizzate altri canali?)
- Quale è stata la vostra crescita come business in termini di fatturato, ROI e volumi negli anni, come vi aspettate di crescere?
- Il mercato italiano del Peer to Peer Lending è ancora agli albori, pensate che abbia le potenzialità per svilupparsi come quello inglese e oltre? Se sì, su quali basi?
- A quanto ammonta il volume medio richiesto solitamente dalle imprese ?
- Qual è il tasso di crediti erogati rispetto alle richieste?
- I richiedenti sono eterogenei in termini di dimensioni/fatturato/anni di attività o esiste una tipologia di richiedente più comune? Avete un richiedente "tipo"?
- Le aziende che hanno ottenuto finanziamenti su BorsadelCredito.it hanno fatto poi ulteriori richieste? Se si, quante volte in un anno?
- Avete investimenti sufficienti da parte dei prestatori? O esiste un "gap" tra richieste e investimenti?
- A quanto ammonta il volume erogato dalla piattaforma nel 2016 (e negli anni precedenti)?

Dati richiesti alle seguenti piattaforme inglesi: RateSetter, ThinCats, FundingKnight, Zopa, LendingWorks, PlatformBlack, Funding Circle, Folk2Folk, Money & Co.

- Data about platform ROI history.
- Amount lended, historical data.
- Interest rate charged to different kind of borrowers, historical data (different risk grade and different kind of borrower).
- Different borrowers credit rates loans historical return.
- Annual amount lended to different (credit grade) borrowers.

Conclusione

Ciò che emerge da questo lavoro è che nonostante siano stati elaborati numerosi studi empirici che riguardano le piattaforme di peer to peer lending statunitensi e siano recentemente nate alcune organizzazioni che monitorano la crescita del settore nel contesto europeo e italiano, le potenzialità del settore non sono ancora sfruttate. Questo aspetto riguarda in particolare il mercato italiano, che risulta alcuni anni in ritardo rispetto a quello britannico per volumi erogati e operatori attivi nel settore.

Inoltre la letteratura in materia si concentra soprattutto sull'analisi di singole piattaforme americane come Prosper e Lending Club e sui problemi di riduzione dell'asimmatria informativa, senza dare uno sguardo aggregato al settore. Il mercato del peer to peer lending evidenzia delle disparità consistenti in termini di dimensioni e sviluppo tra diversi paesi. In particolare il nostro paese, se confrontato con realtà come Stati Uniti e Gran Bretagna, risulta essere particolarmente arretrato. L'Italia ha le potenzialità per raggiungere e superare il mercato inglese. Il tessuto economico italiano, infatti, è costituito da PMI, soprattutto piccole e micro imprese, che hanno necessità di fare ricorso a capitali di debito soprattutto sotto forma di prestiti, che oggi richiedono al sistema bancario e spesso non vengono finanziate; queste rappresentano un mercato profettevole per le piattaforme di peer to peer lending.

Ho analizzato il mercato italiano, in questo compito sono stata facilitata dall'aiuto di P2P Lending Italia, piattaforma nata ad Aprile 2016, che raccoglie dati sulle piattaforme italiane con il fine di valorizzare la cultura e la diffusione di informazioni su questo mercato e favorire l'ingresso di investitori istituzionali nei finanziamenti dei prestiti tramite il Peer to Peer Lending in Italia. Ho contattato le singole piattaforme per analizzare più da vicino il modello di business. Ho reperito alcune informazioni rilevanti, anche se nonostante la trasparenza che le caratterizza se confrontate con le banche, non sempre sono disponibili a fornire dettagli importanti. La ricerca così è continuata direttamente sui siti web delle piattaforme e tramite lo studio dei loan books, che alcune piattaforme pubblicano. Ciò mi ha permesso di raccogliere dati sufficienti a poter confrontare la situazione inglese e quella italiana, che costituisce la premessa per arrivare ad una stima delle potenzialità del mercato italiano.

I dati che ho reperito online e grazie alla collaborazione di P2P Lending Italia mi hanno permesso di elaborare un'analisi dell'ecosistema italiano e inglese, la struttuta dei due mercati, i diversi segmenti, le caratteristiche delle piattaforme che vi operano, ho tracciato l'evoluzione

e la crescita delle piattaforme. Il confronto tra piattaforme risulta abbasta sfidante per l'elevata eterogeneità dei dati forniti da ciascuna piattaforma.

Il modello di business sembra funzionare anche nel mercato italiano sia per i prestiti agli individui che per i prestiti alle PMI, come mostrano gli esempi di Smartika, Prestiamoci e Borsa del Credito, piattaforme consolidate nel mercato. Partendo dall'idea della teoria del razionamento del credito da parte delle banche alle PMI e considerando che in Italia gran parte delle aziene sono piccole o micro imprese, nel contesto italiano il Peer to Peer Lending potrebbe giocare un ruolo molto importante come canale alternativo di finanziamento alle PMI che rimangono escluse dai finanzimaneti bancari. Infatti, nonostante ci si chieda in che modo evolverà il rapporto banche-piattaforme in futuro non è appropriato considerale come concorrenti. Inoltre investimenti diretti o tramite fondi specializzati in Peer to Peer Lending rappresentano una buona alternativa ai tradizionali asset class in un contesto finanziario di tassi di rendimento bassi.

Nel fututo c'è da aspettarsi che le piattaforme tendano ad attrarre sempre di più investitori istituzionali, come sottolinea Roberto Condulmari di P2P Lending Italia durante l'incontro che ho avuto presso la sede di P2P Lending Italia il 16 Gennaio 2017. Questo elemento permetterà alla piattaforme di crescere, ancor più perché, riporta il fondatore di Smartika, uno dei pricipali problemi delle piattaforme è l'esistenza di un "gap" tra il numero di prestatori e numero di richiedenti nel mercato italiano. La crescita delle piattaforme che probabilmente avverà nel prossimi anni porterà con sé molti elementi posistivi ma al contempo genererà rischi legati allo sviluppo del mercato secondario.

Riferimenti Bibliografici

Acemoglu, D., Ozdaglar, A. e A.Tahbaz-Salehi (2015), "Systemic Risk and Stability in Financial Networks", American Economic Review, 105(2), pp. 564–608.

Adrian, T. e Shin, H.S. (2008), "Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy", Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 346.

Akerlof, G.A. (1970), "The Market for lemons: Quality Uncertainty and Market Mechanism, The Quarterly Journal of Economics", Vol. 84, no. 3, p. 499-500.

Allen, F. e Babus A. (2008), "Networks in Finance", Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 08-07.

Allen, F., Carletti, E., Qian, J. e P. Valenzuela (2012), "Financial Intermediation markets and Alternative Financial Sectors", SSRN Electronic Journal.

Banca dei Regolamenti Internazionali, Statuto del Comitato di Basilea per la Vigilanza Bancaria, Gennaio 2013.

Banca dei Regolamenti Internazionali, Schema di regolamentazione internazionale per il rafforzamento delle banche e dei sistemi bancari, Dicembre 2010, ultimo aggiornamento giugno 2011.

Banca d'Italia, Disposizioni di vigilanza per Istituti di pagamento e Istituti di moneta elettronica, Delibera 246/2016.

Banca d'Italia, Documento per la consultazione, Disposizioni di vigilanza, Raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, Novembre 2015.

Billio, M., Getmansky, M., Lo, A.W. e L. Pelizzon (2012), "Econometric measures of connectedness and systemic risk in the finance and insurance sectors", Journal of Financial Economics, 104, pp. 535–559.

Benston, G.J., Smith, C.W. e M. Scholes (1976), "A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation", The Journal of Finance, Session Topic: Studies in the Economics of Bank Regulation, Volume 31, pp. 215-231.

Berger, S.C. e Gleisner, F. (2009), Emergence of Financial Intermediaries in Electronic Markets, The Case of Online Peer to Peer Lending, Official Open Access Journal of VHB.

Biffis P. (2015), Le operazioni e i servizi bancari, Giappicchelli Editore, Torino, pp. 249-300.

De Roure, C., Pelizzon, L. e P. Tasca (2016), "How does P2P Lending fit into the Consumer Credit Market?", Discussion Paper, Deutsche Bundesbank No 30/2016.

Diamond, D. W. (1984), "Financial Intermediation as Delegated Monitoring: a Simple Example", Review of Economic Studies, n. 51, pp. 393–414.

Dietrich, A. e Wernli, R. (2016) "What Drives the Interest Rates in the P2P Consumer Lending Market? Empirical Evidence from Switzerland", SSRN.

Duarte, J. Young, L. e S. Siegel (2012), "Trust and credit: The Role of Appearance in Peer to Peer Lending", Review of Financial Studies, Oxford Journals, p. 2455-2483.

Emekter, R. Tu, Y. Jirasakuldech, B. e M. Lu (2015), "Evaluation Credit Risk and Loan Performance in online peer ti peer lending", Applied Economics, pp. 54-70.

Everett, E.C. (2015), "Group Membership, Relationship Banking and Loan Default Risk", The Case of Online Social Lending, Banking and Finance Review, 7(2).

Freedman, S. e Jin, G.Z. (2008), "Do Social Networks solve information problems for Peer to Peer Lending? Evidence from Prosper.com", Working Paper 08-43, NET Institute.

Freedman, S. e Jin, G.Z. (2014), "The signaling Value of Online Social Networks: Lessons from Peer to Peer Lending", Working Paper n. 19820, NBER.

Freixas, X. e Rochet, J.C (2008), "Microeconomics of Banking", MIT Press.

Gorton, G. e Winton, A. (2002), "Financial Intermediation", NBER, Working Paper no. 8928.

Greiner, M.E. e Wang, H. (2009), "The Role of Social Capital in People to People Lending Marketplaces", ICIS Proceedings, Paper 29.

Greiner, M.E. e Wang, H. (2011), "Prosper-eBay for Money in Lending 2.0," Communications of the Association for Information Systems: Vol. 29, Article 13.

Hermes, N., Lensink, H. e T. Mehrteab (2007), "Peer Monitoring, Social Ties and Moral Hazard in Group Lending Programs: Evidence from Eritrea", Volume 33, Issue 1, pp. 149–169.

Ivashina, V. e Scharfstein, D. (2009), "Bank lending during the financial crisis of 2008, Journal of Financial Economics 97, pp. 319-338.

Iyer, R., Khwaja, A.I., Luttmer, E.F.P. e K. Shue (2009), "Screening in New Credit Markets, Can Individual Lenders Infer Borrower Creditworthiness in Peer-to-Peer Lending?", AFA Denver Meeetings Paper.

Jones, J. (2016), "How Microfinance Can Close Asymmetrical Information on Peer-to-Peer Platforms", BSU Honors Program Theses and Projects. Item 152.

Joyce, M. Miles, D. Scott A. e D. Vayanos (2012), "Quantitative Easing and unconventional monetary policy – an introduction", The Economic Journal, p.271-288.

Kirby, E. e Worner S. (2014), "Crowdfunding: an infant industry growing fast", Staff Working Paper, IOSCO Research Department.

Klafft, M. (2008), "Online Peer to Peer Lending: A Lenders' Perpective", Fraunhofer ISST, Berlin, Germany, Proceedings of the International Conference on E-Learning, E-Business, Enterprise Information Systems, and E-Government, CSREA Press, pp. 371-375.

Krishnamurthy, A. e Vissing-Jorgensen A. (2011), "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy", NBER Working Paper N. 17555.

Krumme, K.A e Herrero S. (2009), "Lending Behavior and Community Structure in an Online Peer-to-Peer Economic Network." Computational Science and Engineering, International Conference on. 2009. 613-618. Institute of Electrical and Electronics Engineers.

Leland, H. E. e Pyle, D.H. (1976), "Informational asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation", The Journal of Finance, Vol. 32, No. 2, pp. 371-387.

Minou, C. e Reyes, J.A. (2011), A network analysis of global banking: 1978-2009, IMF Working Paper.

Osterwalder, A. e Pigneur Y. (2010), "Business Model Generation", Wiley.

Pierrakis, Y. e Collins, L. (2013), "Banking on each other, Peer to Peer Lending to Business: Evidence from Funding Cicle", Nesta.

Politecnico di Milano (2016), 1° Report italiano sul Crowdfunding, Osservatorio CrowdFunding.

Pyle, D.H. (1997), "Bank Risk Mangement: Theory", Working Paper RPF – 272.

Rochet, J.C. e Tirole. J. (1996), "Interbank Lending and Systemic Risk", Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 28, No. 4, Part 2, pp. 733-762.

Scannella E., (2011) "Innovazione finanziaria e instabilità: il trasferimento del rischio di credito", Studi e Note di Economia, Anno XVI, n. 3-2011, pagg. 339-382.

Serrano-Cinca, C. Gutiérrez-Nieto, B. e L.L. Palacios (2015), "Determintants of Default in p2p lending", Plus One.

Spence, M. (2002), "Signaling in Retrospect and the Informational Structure of Markets", The American Economic Review, Vol. 92, No. 3, pp. 434-459.

Stiglitz, J.E. e Weiss, A. (1981), "Credit rationing in markets with imperfect information", The American Economic Review, volume 71, pp. 393-410.

Sutorova, B. e Teply, P. (2013), "The Impact of Basel III Lending Rates", Journal of Economics and Finance, 63, no. 3.

Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, D.Lgs. 1 Settembre 1993, n. 385, aggiornato al D.Lgs 21 Aprile 2016. Art. 10; Art. 106; Art. 114; Art. 121 – 126.

Tomlinson, N., Foottit, I. e Doyle, M. (2016), "A temporary phenomenon? Marketplace lending, an anlysis of the UK Market", Deloitte.

Wang, H. Chen K. Zhu W. e S. Zhanxia (2015), "A process model on P2P Lending", Financial Innovation Springer Open Journal, Department of Financial Mathematics and Engineering, South University of Science and Technology, Shenzhen, Guangdong, China.

Wehinger, G. (2014), "SMEs and the Credit Crunch, Current Financing Difficulties, Policy Measure and a review of Literature", OECD Journal Financial Markets Trends, Volume 2013/2 pp. 115-148.

Williamson, S.D. (1986), "Costly Monitoring, Financial Intermediation and Equilibrium Credit Rationing", Journal of Monetary Economics, p. 159-179.

Yan, J. Yu, W. e J. L. Zhao (2015), "How signaling and search costs affect information asymmetry in p2p lending: the economics of big data", Financial Innovation a Springer Open Journal.

Zhang, B. Z., Wardrop, B., Rau R. e M. Grey (2015), "Moving Mainstream, The European Alternative Finance Benchmarking Report", Cambridge Centre for Alternative Finance.

Zhang, B. Z., Wardrop, R., Ziegler, T., Lui, A., Burton, J., James, A. e K. Garvey (2016), "Sustaining Momentum, the 2nd European Alternative Finance Industry Report", Cambridge Centre for Alternative Finance.

Sitografia

http://p2pfa.info

http://www.p2plendingitalia.com

http://www.smartika.it

https://strategyzer.com/canvas/business-model-canvas

https://www.borsadelcredito.it

https://www.fundingcircle.com/uk/

https://www.lendingworks.co.uk

https://www.prestiamoci.it

https://www.ratesetter.com

https://www.thincats.com

https://www.zopa.com

http://databank.worldbank.org/data

https://www.bancaditalia.it

http://www.consob.it

Ringraziamenti

Vorrei ringraziare la Professoressa Barro che mi ha fornito supporto nell'elaborazione di questo lavoro, sempre con grande disponibilità.

Ringrazio poi Roberto Condulmari ed Edoardo Matarrese per la collaborazione e gli spunti preziosi riguardo al tema trattato nel lavoro.

Ai miei genitori grazie perché, da sempre, mi incoraggiano a seguire le mie passioni e mi hanno sostenuto nel mio percorso di studi.

Ringrazio mia sorella Elisa che sa sempre darmi momenti di gioia; le mie amiche, i miei amici e compagni di studi che mi hanno permesso di vivere anche i momenti più difficili con spensieratezza.

Infine desidero ringraziare l'Università Ca'Foscari per l'apertura internazionale che mi ha permesso di arricchiere il mio percorso formativo, durante questi anni di studi universitari, con esperienze in Inghilterra, Giappone e Svizzera.