



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI

"M. FANNO"

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

"IL PEER TO PEER LENDING"

RELATORE:

CH.MO PROF. Fabio Manenti

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Fabio Manenti", written over the printed name.

LAUREANDA: Federica Pilla

MATRICOLA N.: 1113961

ANNO ACCADEMICO 2017 - 2018

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere.

Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Federica P. P.

A mia nonna Gabriella,
che cammina sempre al mio fianco.

INDICE

Introduzione	pag. 3
1. La Sharing Economy	pag. 5
1.1 La definizione del fenomeno	pag. 5
1.2 I modelli di business: New versus Old Economy	pag. 7
1.3 Gli attori dell'Economia Collaborativa	pag. 10
2. Le Piattaforme Multi-Sided	pag. 13
2.1 La letteratura economica	pag. 13
2.2 La definizione di mercati bilaterali.....	pag. 16
2.3 Gli effetti o esternalità di rete	pag. 18
2.4 Le scelte strategiche	pag. 22
2.4.1 La struttura di prezzo	pag. 24
2.4.2 La differenziazione di prodotto ed il multi-homing	pag. 29
3. Il Peer-to-Peer Lending nel mercato del credito	pag. 31
3.1 Il Crowdfunding e le sue tipologie	pag. 31
3.2 Le dimensioni del lending-based crowdfunding e gli utenti coinvolti.....	pag. 34
3.3 I fattori di crescita delle piattaforme di lending-based crowdfunding.....	pag. 37
3.4 La definizione del fenomeno e dei modelli di business	pag. 40
3.5 I principali player operanti a livello mondiale	pag. 45
3.5.1 Le piattaforme nel Regno Unito	pag. 45
3.5.2 Gli Stati Uniti: Prosper e LendingClub	pag. 49
3.5.3 L'Unione Europea	pag. 52
3.6 La regolamentazione nel settore del P2P Lending	pag. 55
3.6.1 I regimi normativi	pag. 55
3.6.2 I modelli Statunitense ed Europeo	pag. 56
4. Il lending-based crowdfunding nel mercato Italiano	pag. 61
4.1 Le Piattaforme P2P operanti in Italia	pag. 61
4.2 La disciplina giuridica e la normativa Italiana	pag. 68

5. Il Peer to Peer Lending versus il Sistema Bancario	pag. 72
5.1 I vantaggi del P2P Lending	pag. 72
5.2 I rischi individuali e per il sistema finanziario	pag. 82
6. Le prospettive per il futuro	pag. 87
6.1 La risposta degli istituti bancari: collaborare o competere?	pag. 87
6.2 La crescita futura del Peer-to-Peer Lending	pag. 95
Conclusione	pag. 99
Bibliografia	pag. 101
Normativa	pag. 109
Sitografia	pag. 110
Ringraziamenti	pag. 113

Introduzione

Lo scopo della presente tesi di laurea è quello di analizzare il fenomeno del Peer-to-Peer Lending; si tratta di un recente strumento di finanziamento che si pone in alternativa ai tradizionali canali di accesso al credito, rappresentati dagli istituti di credito, come le banche, a cui si rivolgono in particolare i privati e le piccole e medie imprese, per ottenere capitale nella forma di un prestito.

A tal fine, nel primo capitolo introdurrò il fenomeno della Sharing Economy, o economia della condivisione, per descrivere una nuova forma di economia caratterizzata da modelli di consumo e di produzione, emersi grazie alla diffusione della rete Internet, nei quali un gruppo di persone ha la possibilità di mettere in comune risorse per realizzare progetti da cui trarre beneficio, grazie all'utilizzo di portali online.

Questa descrizione serve per contestualizzare l'economia del peer-to-peer, ossia dei mercati person-to-person, come una forma di economia collaborativa, caratterizzata da un modello di business incentrato sull'utilizzo di piattaforme digitali, le quali consentono un'interazione attiva tra agenti economici per realizzare lo scambio di beni o servizi, in alternativa ad un modello definito pipe model, in cui i consumatori non partecipano alla creazione del valore nel mercato, ma ne rappresentano solamente i destinatari.

Nel secondo capitolo, invece, analizzerò la letteratura teorica di riferimento delle piattaforme di P2P Lending: queste risultano essere bilaterali dal momento che mettono in relazione due tipi di utenti, i prestatori ed i mutuatari, permettendo loro di interagire e scambiare risorse finanziarie. È pertanto necessario stabilire un riferimento teorico, che permetta di comprendere meglio il funzionamento dei diversi tipi di piattaforme operanti nel settore ed oggetto di analisi del capitolo 3.

L'analisi della letteratura è utile soprattutto in riferimento alle scelte strategiche di questi intermediari, relative alla struttura delle commissioni da addebitare ai due lati del mercato ed al modo in cui sfruttare gli effetti di rete che si instaurano sulle piattaforme stesse, allo scopo di favorire la partecipazione del maggior numero di utenti possibile: con questo intento, ciascuna analisi teorica dei modelli è seguita da un'applicazione alle piattaforme bilaterali di social lending.

Dal momento che il peer-to-peer lending costituisce una forma di crowdfunding che prevede un ritorno economico, nel terzo capitolo mi concentrerò sulla descrizione del fenomeno, partendo dalla definizione del crowdfunding e delle relative tipologie, all'analisi delle dimensioni del fenomeno e degli agenti coinvolti, ed alla descrizione dei fattori economici che hanno determinato lo sviluppo e la diffusione di questa forma di finanziamento.

Nel quarto e quinto paragrafo del presente capitolo, l'attenzione sarà rivolta a descrivere nel dettaglio i modelli di business adottati dalle piattaforme di social lending e quali sono i maggiori player che operano in questo mercato globale, con particolare riferimento ai first movers, ossia gli Stati Uniti ed il Regno Unito.

Nel sesto paragrafo, invece, analizzerò la normativa vigente a livello internazionale, distinguendo in particolare la regolamentazione Statunitense da quella Europea, le quali nonostante muovano da una politica condivisa che favorisca la crescita economica, presentano significative differenze.

Il capitolo 4 è dedicato al Peer-to-Peer Lending nel contesto italiano, alla sua diffusione notevole, sebbene recente dal momento che le principali piattaforme analizzate sono entrate in attività con ritardo rispetto agli altri Stati, alla conseguente mancanza di una regolamentazione ad hoc che regoli questo tipo di intermediari, ed ai recentissimi interventi normativi mirati allo sviluppo di queste piattaforme.

Nel quinto capitolo raffronterò il peer-to-peer lending con il sistema bancario, mettendo in evidenza i vantaggi ed i rischi che sono legati alla diffusione del P2P Lending, che ha assunto dimensioni tali da rendere necessaria un'analisi dei rischi anche a livello di sistema finanziario tout-court considerato.

Nel sesto ed ultimo capitolo illustrerò le strategie adottate dagli istituti di credito tradizionali ed i conseguenti benefici sia per gli stessi istituti finanziari che per le piattaforme P2P, e le prospettive future del fenomeno.

Capitolo 1

La Sharing Economy

1.1 La definizione del fenomeno

Nell'attuale contesto economico, nel quale i cittadini per spostarsi utilizzano il carsharing o il carpooling, per viaggiare usano il couchsurfing, per ascoltare musica e guardare film si servono del peer-to-peer, per raccogliere fondi e finanziare progetti adottano lo strumento del crowdfunding, si sono ormai diffusi nuovi modelli di consumo e di produzione, ricompresi nel più ampio fenomeno definito Sharing Economy. Attualmente manca una vera e propria definizione univoca¹ di tale fenomeno, per il quale si utilizzano come sinonimi termini quali economia della condivisione, consumo collaborativo e peer to peer, nè sono mancati tentativi di definire questo fenomeno allo scopo di circoscriverne i confini.

Secondo il comitato di indirizzo di "Shareexpo² - Milano città condivisa per Expo 2015", il termine inglese Sharing Economy fa riferimento ai concetti di collaborazione e condivisione, come modalità tramite cui un gruppo di persone, grazie alla rete, mette in comune risorse - condivide - con l'obiettivo di realizzare un progetto da cui trarre un beneficio individuale.

Benita Matofska, fondatrice del movimento The People Who Share³, definisce la Sharing Economy come un ecosistema socio-economico costruito attorno alla condivisione di risorse umane, materiali ed intellettuali, con un fine che può essere economico o meno, grazie alla presenza di una piattaforma che permette l'interazione tra pari, peer to peer.

La Commissione Europea⁴ (2016) ha elaborato delle linee guida relative al fenomeno che definisce di economia collaborativa, riferendosi a "quei modelli imprenditoriali in cui le attività sono facilitate da alcune piattaforme, le quali riescono a creare un mercato aperto per l'uso temporaneo di beni o servizi, spesso forniti da privati"; il vantaggio perseguito è ottenuto grazie all'interazione tra un peer che possiede una risorsa (beni, servizi, competenze) ed un peer che ne necessita, la quale interazione non comporta necessariamente un trasferimento di proprietà e si realizza a costi di transazione più contenuti rispetto a quelli che gli agenti economici avrebbero dovuto sostenere sul mercato.

¹ R. Botsman, *The sharing economy lacks a shared definition* in Fastcompany 21 novembre 2013.

<http://www.fastcoexist.com/welcome.html?destination=http://www.fastcoexist.com/3022028/the-sharing-economy-lacks-a-shared-definition#1>

² <http://www.labsus.org/2014/07/shareexpo-linee-guida-per-la-sharing-economy>

³ <http://www.thepeoplewhoshare.com/blog/what-is-the-sharing-economy>

⁴ <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/IT/1-2016-356-IT-F1-1.PDF>

Anne-Sophie Novel, pioniera nella ricerca sulla Sharing Economy, individua cinque principi grazie ai quali può realizzarsi un'economia collaborativa: fiducia, semplicità, molteplicità, localizzazione e spirito comunitario; mentre in Italia Collaboriamo.org⁵ definisce l'economia collaborativa come "una nuova forma di economia che promuove la valorizzazione delle risorse grazie a tutte quelle piattaforme digitali che abilitano le persone a scambiare e condividere beni, tempo, denaro, spazio".

Infine, Rachel Botsman,⁶ esperta internazionale in materia di Sharing Economy, nel tentativo di riordinare i diversi significati attribuiti ai termini usati come sinonimi per identificare lo stesso fenomeno di condivisione economica, ha individuato quattro pilastri di attività che si differenziano per il loro scopo.

1. L'Economia Collaborativa è un'economia basata su sistemi di rete che consentono agli agenti economici di essere interconnessi, ponendosi in alternativa ai classici intermediari di mercato, ricomprendendo e modificando le modalità di produzione, di consumo, di finanziamento e di formazione.

2. La Sharing Economy è un sottoinsieme specifico dell'Economia Collaborativa, in cui le risorse sottoutilizzate, le cosiddette *idling capacity*, vengono condivise da alcuni utenti a fronte di un beneficio monetario o non monetario, consentendone un utilizzo più efficiente.

3. La Peer - Economy, l'economia tra pari, individua mercati person-to-person che presentano come caratteristica centrale la fiducia reciproca e che facilitano la condivisione e lo scambio diretto di beni o servizi. Benkler⁷, a tal proposito, richiama il concetto di produzione orizzontale, intendendo un nuovo modello economico di produzione nel quale un gran numero di persone è coordinato, grazie ad Internet e alle piattaforme digitali, senza la tradizionale organizzazione gerarchica, ma intorno a modelli di business alla pari, i quali saranno oggetto dei successivi capitoli della presente tesi.

4. Il Consumo Collaborativo è l'ultima componente chiave dell'Economia Collaborativa e può essere definito come "un modello economico basato sulla condivisione, lo scambio, il commercio o l'affitto di beni o servizi che privilegia l'accesso rispetto alla proprietà".⁸

⁵ http://www.collaboriamo.org/media/2015/11/Mappatura2015_00.pdf

⁶ R. Botsman e R. Rogers, 2010. *What's mine is yours: The Rise of Collaborative Consumption*. HarperCollins Publishers Inc.

⁷ <http://omniacommunia.org/2007/05/11/intervista-a-yochai-benkler>

⁸ M. Bernardi, 2015. *Un'introduzione alla Sharing Economy*. Ebook della serie Laboratorio Expo KEYWORDS, Fondazione GianGiacomo Feltrinelli.

http://en.fondazionefeltrinelli.it/dm_0/FF/FeltrinelliPubblicazioni/allegati/Bernardi/index.html

1.2 I modelli di business: New versus Old Economy

Lo sviluppo e la diffusione delle nuove tecnologie dell'informazione e delle comunicazioni, le cosiddette Information and Communication Technologies, ha reso possibile la diffusione del fenomeno della Sharing Economy a livello globale; questo settore economico secondo la Commissione Europea⁹ sta crescendo rapidamente, arrivando a guadagnare nel 2015, €28 miliardi, quasi il doppio rispetto all'anno precedente. La stessa UE ritiene che il processo sia in continua evoluzione grazie ai notevoli investimenti di grandi piattaforme che hanno ampliato la loro attività in Europa,¹⁰ tra cui quelle di prestito peer-to-peer che operano nel settore della finanza alternativa e che saranno oggetto di analisi del Capitolo 3.

Il fenomeno appena descritto ha determinato un notevole mutamento a livello economico, sociale e culturale, definito new economy,¹¹ che ha caratterizzato a partire dagli anni '90 gli Stati Uniti ed in seguito gli altri paesi industrializzati nel mondo; la new economy si contrappone alla cosiddetta old economy, in quanto fa riferimento ad imprese dotate di strutture leggere e flessibili, con bassi costi fissi, contraddistinte quasi totalmente da assets immateriali e da costi di marketing, innovazione, ricerca e sviluppo, laddove le imprese della old economy invece risultano caratterizzate da immobilizzazioni materiali, quali macchinari, impianti di produzione e terreni, come asset economico principale.

Questa nuova economia, emersa grazie alla diffusione della rete Internet e al fenomeno della globalizzazione, ha mutato radicalmente il modello di business esistente, ossia il modo in cui le imprese creano e forniscono valore ai consumatori; si è passati da quello che Choudary (2015) chiama "pipe model" ad un sistema costituito da piattaforme. Il primo modello è stato a lungo il design di business dominante nell'economia industriale, secondo il quale le imprese producono beni o servizi che in un secondo momento forniscono ai consumatori che sono collocati alla fine del "condotto"; il valore, infatti è prodotto a monte e consumato a valle, creando un flusso di valore, che richiama l'idea di un flusso d'acqua che scorre in una condotta: da qui, la definizione proposta dall'autore.

Il secondo modello è emerso grazie a due forze che operano nel mercato delle ICT, ossia la crescente connessione e l'aumento della diffusione dell'intelligenza artificiale, che hanno reso la piattaforma, la struttura d'impresa vincente.

⁹ <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/IT/1-2016-356-IT-F1-1.PDF>

¹⁰ Si stima che nel 2015 le piattaforme di collaborazione attive in cinque settori chiave dell'economia collaborativa nell'UE abbiano generato ricavi pari a 3,6 miliardi di euro: alloggio (locazione a breve termine); trasporto di persone; servizi alle famiglie; servizi tecnici e professionali e finanza collaborativa. I dati si basano su stime della PwC Consulting nell'ambito di uno studio fatto realizzare dalla Commissione europea.

¹¹ http://www.treccani.it/enciclopedia/new-economy_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/

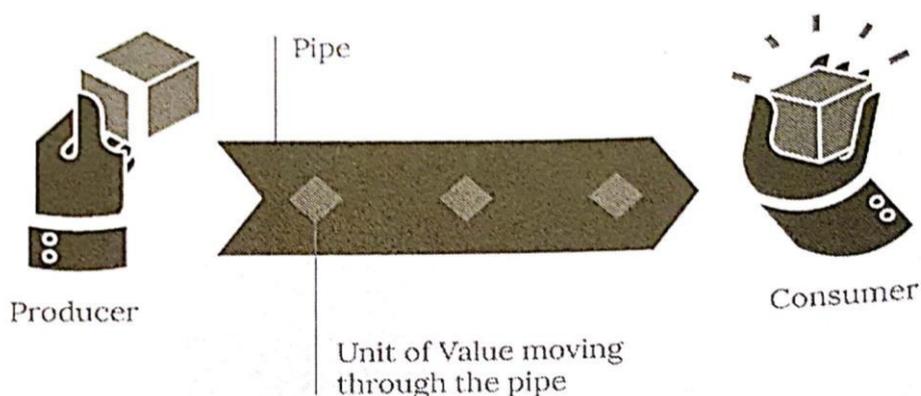
Una piattaforma è un modello di business che permette agli agenti economici di interagire e di creare valore grazie all'interazione stessa; pertanto, lo scopo di una piattaforma è quello di scambiare beni, servizi o valuta, consentendo in tal modo la creazione di valore per tutti gli agenti economici che vi partecipano.¹²

Ciò che differenzia i modelli lineari dalle piattaforme è rappresentato dal fatto che mentre i primi creano valore all'interno e lo forniscono ai consumatori a valle, le seconde permettono ai produttori ed ai consumatori che sono esterni alle stesse, di creare loro stessi valore attraverso l'interazione reciproca. Pertanto, in un modello in cui non sono più le imprese a produrre valore ma gli stessi utenti finali, le piattaforme svolgono due ruoli cruciali:¹³

1. forniscono una infrastruttura aperta, partecipativa e definita "plug and play", che permette ai partecipanti di connettersi ed interagire;
2. stabiliscono condizioni che ne regolamentano l'utilizzo, ponendo attenzione al profilo personale di chi vi partecipa.

Nelle figure di seguito riportate, sono rappresentati i due modelli di business appena descritti: nel primo si rileva il flusso di valore che dal produttore di un bene o di un servizio viene trasferito al consumatore finale, posto a valle della pipe line (Figura 1); nel secondo modello, è rappresentata una piattaforma che permette l'interazione grazie alla sua infrastruttura aperta e di plug and play: questa struttura richiede un flusso di valore non lineare ma multi-direzionale tra i diversi partecipanti (Figura 2).

Figura 1: Modello di business rappresentato da una pipe line

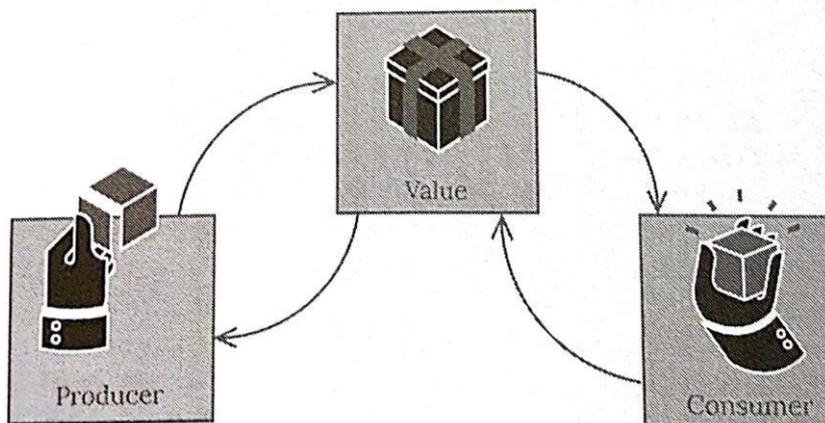


Fonte: S. P. Choudary, 2015. *Platform Scale: how a new breed of startups is building large empires with minimum investment*. Singapore: Platform Thinking Labs, p. 26

¹² G. G. Parker, M. Van Alstyne e S.P. Choudaray, (2016). *Platform revolution: How networked markets are transforming the economy and how to make them work for you*. New York: W. W. Norton p. 5.

¹³ S. P. Choudary, 2015. *Platform Scale: how a new breed of startups is building large empires with minimum investment*. Singapore: Platform Thinking Labs, pp. 22-24.

Figura 2: Modello di business rappresentato da una piattaforma



Fonte: S. P. Choudary, 2015. *Platform Scale: how a new breed of startups is building large empires with minimum investment*. Singapore: Platform Thinking Labs, p. 26

Le piattaforme, pertanto, operano come dei network dove il valore creato fluisce in molteplici direzioni, a differenza del flusso univoco diretto dai produttori ai consumatori della pipe line; lo scopo di queste reti è quello di trasferire il valore dalla fonte nella direzione corretta: il successo o il fallimento della piattaforma dipende perciò dalla realizzazione o meno di questi scambi di successo.

Per comprendere come avviene la creazione di valore, è necessario, pertanto, analizzare la struttura delle interazioni che le piattaforme devono garantire ripetutamente ed in modo efficiente.¹⁴ Un'interazione richiede uno scambio di valore, in cambio di un corrispettivo economico o sociale: un produttore di valore può decidere di creare e fornire valore ad un consumatore se quest'ultimo è disposto ad offrire un congruo controvalore. Pertanto, ogni interazione coinvolge due tipi di attori economici: un produttore che crea l'offerta o risponde alla domanda che emerge sulla piattaforma, ed un consumatore che genera la domanda nel network. La caratteristica chiave di questo tipo di business è in conclusione rappresentata dal fatto che uno stesso agente può ricoprire questi due ruoli, in momenti differenti, sulla stessa piattaforma, elemento la cui comprensione costituisce una sfida per queste piattaforme, le quali devono fornire stimoli per incentivarne la partecipazione.

Infine, tutte queste interazioni economiche e sociali implicano lo scambio di informazione, di beni/servizi e di valuta, scambi che possono verificarsi congiuntamente o meno attraverso la piattaforma.¹⁵

¹⁴ S. P. Choudary, 2015. *Platform Scale: how a new breed of startups is building large empires with minimum investment*. Singapore: Platform Thinking Labs, pp. 48-50.

¹⁵ Ibid. 108-115.

1.3 Gli attori dell'Economia Collaborativa

Nella tradizionale economia brick and mortar, termine utilizzato per identificare le imprese della old economy,¹⁶ gli intermediari acquistano e rivendono beni servendosi di strutture aziendali, come negozi e showrooms; lo sviluppo di nuove tecnologie nell'ambito dell'informazione e della comunicazione ha reso invece cruciale quella che Caillaud e Jullien (2003) definiscono intermediazione informativa, che si realizza attraverso Internet e le piattaforme online. In questo modello di new economy, gli utenti finali si trasformano in soggetti attivi e partecipativi, che interagiscono senza la necessità di un intermediario, inteso come struttura fisica che collega i produttori di beni con i consumatori finali, e che stabiliscono relazioni alla pari, attraverso l'imprescindibile scambio di informazioni.

Nesta e Collaborative Lab,¹⁷ nel definire il fenomeno dell'economia collaborativa nel Regno Unito, hanno individuato quattro modelli di business grazie ai quali gli agenti economici realizzano diversi tipi di transazioni:

- Peer-to-Peer (P2P), dove l'interazione avviene tra due o più persone che scambiano un bene o un servizio grazie ad una piattaforma o un'impresa che non è direttamente coinvolta nella transazione, dal momento che la relazione diretta si instaura tra utenti alla pari; questo è il caso delle piattaforme di peer-to-peer lending, che sono oggetto della presente tesi, le quali fungono da intermediari nella concessione di finanziamenti, tra due tipi di utenti, i mutuatari e gli investitori, i quali instaurano relazioni alla pari sulla piattaforma stessa. Questo tipo di relazione si pone come alternativa a quella instaurata tra gli stessi agenti economici grazie ai tradizionali intermediari creditizi, quali banche ed altri istituti di credito, i quali, come si vedrà nel paragrafo 5.1, hanno bisogno di strutture fisiche per poter operare, non servendosi di piattaforme digitali.
- Business-to-Consumer (B2C), secondo cui l'interazione avviene tra le imprese ed i consumatori finali, grazie a piattaforme online dove le imprese stesse rendono disponibili i propri prodotti.
- Business-to-Business (B2B), dove l'interazione avviene tra due o più imprese che scambiano servizi online, come la condivisione di attrezzature industriali.

¹⁶ B. Caillaud e B. Jullien, 2003. "*Chichen & egg: competition among intermediation service providers*", The RAND Journal of Economics, Volume 34, No. 2, pp. 309-310.

¹⁷ K. Stokes, E. Clarence, L. Anderson, A. Rinne, 2014. *Making Sense of the UK Collaborative Economy*, Nesta e Collaborative Lab.

- Consumer-to-Business (C2B), per cui l'interazione si realizza tra consumatori e un'impresa, grazie alla quale quest'ultima estrae valore da asset e conoscenza posseduti e messi a disposizione dai consumatori stessi; questo è il caso delle piattaforme P2P a cui partecipano le PMI, le quali estraggono risorse finanziarie dai consumers privati.

Per comprendere meglio il primo dei quattro modelli proposti, ossia il peer-to-peer che è il modello utilizzato dalle piattaforme di social lending oggetto della presente tesi, è utile analizzare le principali caratteristiche di alcune delle piattaforme che hanno avuto successo nel mercato globale, anche grazie alla scelta di questo modello di business.

Zopa è una piattaforma inglese di prestito peer-to-peer che consente alle persone di prestare denaro direttamente a coloro che cercano di prendere in prestito fondi, come mezzo alternativo ad i tradizionali intermediari bancari. Il vantaggio di questa rete è duplice: chi mette a disposizione i propri fondi beneficia di tassi di rendimento più elevati rispetto a quelli che riceverebbe attraverso un deposito a termine o altri investimenti a breve termine, mentre chi prende in prestito pagherà meno interessi rispetto a quelli che avrebbe dovuto sostenere chiedendo un prestito bancario. Il successo di questa piattaforma è dimostrato dal bassissimo tasso di inadempienza degli ultimi tre anni di operatività di Zopa, che si aggira intorno allo 0,17%.¹⁸

Airbnb costituisce un esempio di mercato peer-to-peer che mette in collegamento persone che vogliono affittare stanze o appartamenti di loro proprietà, con persone che cercano alloggio per brevi periodi di tempo; è un'impresa attiva in 119 Paesi ed è presente in oltre 34.000 città. Sia gli host che gli ospiti possono registrarsi su una piattaforma online creando un profilo personale, in modo tale da avere accesso alle prenotazioni e alle recensioni fornite dagli altri utenti al termine della loro esperienza di alloggio. Questa piattaforma rappresenta l'alternativa in generale meno costosa per i viaggiatori che cercano ospitalità rispetto ai canali tradizionali, nello stesso modo in cui le piattaforme P2P rappresentano un'alternativa ai consueti canali di finanziamento; dal lancio nel 2008, ha sperimentato una crescita notevole e molto rapida, arrivando ad offrire più di 2 milioni di proprietà abitative in tutto il mondo e a servire più di 50 milioni di utenti nel 2015.¹⁹

EBay è stato lanciato nel 1995 ed è un sito di acquisti online tramite il quale le persone possono acquistare o vendere qualsiasi prodotto, con il vantaggio per l'acquirente di poter

¹⁸ <http://www.prnewswire.co.uk/news-releases/peer-to-peer-lending-hits-the-mainstream-as-zopa-lends-over-half-a-billion-pounds-253316391.html>

¹⁹ G. Zervas, D. Proserpio, J.W. Byers, 2017. "The Rise of the Sharing Economy: Estimating the Impact of Airbnb on the Hotel Industry", Journal of Marketing Research, Volume LIV, pp. 687-688.

scegliere il prezzo più conveniente. Questo sito Web si distingue, inoltre, perché è stato il primo ad offrire un servizio di classificazione degli utenti membri, in modo da incoraggiare le transazioni: questo sistema di rating oggi è utilizzato da numerose piattaforme P2P online, come analizzato nel capitolo 3.

La piattaforma EBay ha raggiunto oltre 110 milioni di utenti attivi in tutto il mondo e guadagnato oltre 212 miliardi di dollari nel 2013.²⁰

Uber è un servizio di trasporto automobilistico privato che utilizza una applicazione peer-to-peer disponibile per gli smartphone, grazie alla quale sono messi in contatto autisti che hanno a disposizione un'automobile, con passeggeri che vogliono condividere la stessa tratta.²¹

I passeggeri grazie alla suddetta applicazione possono prenotare la corsa, conoscere il rating dell'autista che gli viene assegnato e monitorare la posizione del veicolo prenotato; grazie a tale sistema, Uber, nato nel 2009 a San Francisco, è presente in più di 200 città metropolitane in tutto il mondo, con una quotazione in Borsa di 50 bilioni di dollari e rappresenta una sfida ed un'alternativa al tradizionale sistema di taxi urbano.²²

²⁰ <http://www.businesswire.com/news/home/20140122006447/en/eBay-Reports-Fourth-Quarter-Full-Year-2013#.U78gT42SwtQ>

²¹ B. Stone, 2017. *The Upstarts: How Uber, Airbnb, and the Killer Companies of the New Silicon Valley Are Changing the World*. New York: Little Brown and Company.

²² G. G. Parker, M. Van Alstyne e S.P. Choudaray, (2016). *Platform revolution: How networked markets are transforming the economy and how to make them work for you*. New York: W. W. Norton pp. 2-3.

Capitolo 2

Le Piattaforme Multi-Sided

2.1 La letteratura economica

La letteratura economica delle piattaforme Multi-Sided è emersa intorno agli anni 2000 con il lavoro di Jean-Charles Rochet e Jean Tirole, la cui intuizione fondamentale ha riguardato un'ampia classe di imprese, la quale agisce come catalizzatrice²³ per la creazione di un valore che non si potrebbe ottenere in alcun modo alternativo all'incontro tra due o più gruppi di clienti, come verrà argomentato nel prosieguo.

Dal loro primo articolo, le piattaforme multilaterali sono state oggetto di una letteratura molto ampia ed in rapida espansione in economia industriale, antitrust, diritto e gestione strategica: sono circa 200 i paper che sono stati scritti dal 2007 al 2012, ritenuti da David S. Evans e Richard Schmalensee (2012) però, ancora uno sviluppo primordiale di questo settore dell'organizzazione industriale.²⁴

Quando è stata introdotta la teoria dei mercati two-sided, due sono state le fondamentali critiche apportate a questa letteratura economica: la prima è stata sollevata dagli economisti degli anni 2000, secondo i quali questi mercati non presenterebbero nulla di innovativo dal punto di vista teorico rispetto a quanto teorizzato dagli studiosi degli anni '80 sugli effetti di rete indiretti;²⁵ allo stesso modo gli analisti antitrust hanno sottolineato che questo fenomeno fosse già stato considerato in casi precedenti riguardanti i social media e la pubblicità, e non necessitasse di modifiche significative ai tradizionali strumenti utilizzati.²⁶

La seconda critica ha riguardato il fatto che tutti i mercati sembrano possedere aspetti di bilateralità, motivo per il quale non meriterebbero un'analisi separata dal punto di vista concorrenziale, tantomeno uno studio teorico differenziato.

Con il beneficio di quasi un ventennio di lavoro, pochi studiosi continuano a condividere questa visione; la letteratura che si è sviluppata dal 2000 mostra con forza che molti risultati

²³ David S. Evans e Richard Schmalensee, *"Catalyst Code: The Strategies behind the World's Most Dynamic Companies"*, Cambridge, MA: Harvard Business School Press, 2007.

²⁴ David S. Evans e Richard Schmalensee, 2012. *"The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses"*, Oxford Handbook on International Antitrust Economics, Volume 1, R. Blair e D. Sokol, eds., Oxford University Press, Forthcoming, University of Chicago Institute for Law & Economics Olin, Research Paper N. 623, p.3.

²⁵ David S. Evans, 2011. *"Platform Economics: Essays on Multi-Sided Businesses"*, Competition Policy International, pp. vi-vii.

²⁶ Plaintiffs' Pretrial Brief at 17-24, United States v. First Data Corporation, No. 03-2169 (D.D.C. December 10, 2003).

derivanti da modelli di business unilaterali generalmente non si possono applicare a piattaforme multilaterali che servono gruppi di clienti interdipendenti differenti: ne costituisce un esempio la struttura dei prezzi, dal momento che nei modelli tradizionali quando la concorrenza è imperfetta, i prezzi di equilibrio di lungo periodo superano i costi marginali, fenomeno che non necessariamente si verifica nei modelli di piattaforme multilaterali.²⁷

Inoltre, per quanto riguarda gli effetti di rete indiretti, che risultano un elemento essenziale per la comprensione dei mercati bilaterali, la relativa letteratura degli anni '80 si è concentrata su settori specifici, tralasciando le questioni più generali riguardanti la struttura dei prezzi o le industrie che presentano effetti di rete indiretti meno evidenti, come i centri commerciali.

Gli economisti hanno identificato, pertanto, una classe di imprese che sono generalmente definite "*Piattaforme Multilaterali*", tra cui possono essere ricomprese le piattaforme di Social Lending, le quali creano valore riunendo due o più tipi di agenti economici e facilitando le interazioni tra questi: in tal modo riducono il problema dei costi di transazione che rende difficoltoso l'incontro tra utenti.

Il termine "multi-sided market" è stato utilizzato per la prima volta nel saggio di Rochet e Tirole del 2000, il cui contributo fondamentale è stato quello di identificare che un insieme di imprese diversificate mostrasse bilateralità, presentandone un modello economico ben formalizzato ed indicandone l'importanza critica della struttura dei prezzi, ossia i prezzi addebitati ai vari tipi di utenti; dallo studio di questi autori è scaturita la successiva analisi dei mercati multilaterali²⁸ in economia e in diritto, nella quale si riscontra, tuttavia, che non tutti gli economisti condividono all'unanimità l'utilizzo del termine "market".

Rysman (2009), nel suo studio dei mercati bilaterali, sottolinea il ruolo cruciale svolto dalle piattaforme nella loro posizione di intermediari tra due o più gruppi di utenti e soprattutto pone l'enfasi sulle scelte strategiche che queste mettono in atto. Grazie a questo autore, la definizione di mercato bilaterale classica di Rochet e Tirole, acquisisce una angolazione diversa: egli ritiene più consono concentrarsi, e quindi parlare di *two-sided strategies* piuttosto che di *two-sided markets*, dal momento che la struttura dei prezzi delle piattaforme nella maggior parte dei casi dipende dalle scelte strategiche di questi intermediari piuttosto che da caratteristiche tecnologiche intrinseche del mercato.

Evans (2003), in particolare, ritiene che sarebbe più appropriato utilizzare il termine *piattaforma* rispetto a *mercato*, evitando in tal modo di dimenticare che questa letteratura si

²⁷ Caillaud e Jullien (2003), Armstrong (2006), Weyl (2010).

²⁸ Caillaud and Jullien (2003), Evans (2003), Armstrong (2006), Rochet and Tirole (2006), Weyl (2010), Schmalensee (2013).

riferisca ad imprese piuttosto che a mercati; questa scelta terminologica servirebbe, secondo l'autore, per dare evidenza del fatto che il valore creato dalla piattaforma è raggiunto grazie alla possibilità offerta dalla stessa, a due o più utenti, di incontrarsi ed interagire.

2.2 La definizione di mercati bilaterali

Nel 2006, grazie agli studi di Rochet e Tirole, i mercati bilaterali cominciano ad inquadrarsi in una cornice chiara; questi autori elaborano una definizione formale tale per cui: "*i mercati bilaterali, o multilaterali in generale, sono definiti come mercati in cui una o diverse piattaforme permettono interazioni tra utenti finali e cercano di portare i due, o molteplici, lati "a bordo", addebitando un prezzo appropriato a ciascuno di essi; le piattaforme cercano di conquistare ogni lato mentre tentano di guadagnare, o almeno non perdere, denaro*".²⁹

La definizione proposta dai due economisti mette in evidenza le caratteristiche chiave delle attività di un modello di business two-sided: in particolare, una piattaforma per essere multilaterale deve mettere in contatto due o più gruppi di clienti, i quali necessitando degli altri gruppi vicendevolmente ma non riuscendo a catturare il valore che si realizza grazie alla loro interazione, si affidano alla stessa piattaforma per facilitarne la creazione.

Gli autori degli studi successivi, assumono tutti come benchmark il contributo dei due economisti dell'Università di Tolosa, condividendo in toto od in parte la loro formulazione; di seguito, sono riportati cronologicamente i tre contributi di maggior rilievo.

Evans e Schmalensee (2007a) hanno proposto una definizione meno formale³⁰ del modello di Rochet e Tirole, il cui focus è posto sul ruolo della piattaforma, definita un catalizzatore economico, che favorisce l'interazione tra i suoi utenti, riuscendo a creare un valore che altrimenti non sarebbe esistito, dal momento che gli users all'esterno della piattaforma fronteggiano problemi di coordinamento ed elevati costi di transazione.

In linea con i due economisti si pone il pensiero di Rysman (2009), il quale sottolinea l'importanza della presenza di un intermediario nel mercato e definisce una piattaforma two-sided, se due gruppi di utenti interagiscono grazie ad essa e le decisioni di ciascuno di questi gruppi influenzano le performance dell'altro lato del mercato, un'influenza che si manifesta sotto forma di esternalità di rete.

Weyl (2010), invece, rilevando nei suoi studi che il termine two-sided markets sia riferibile ad un modello dell'organizzazione industriale, ritiene controversa la definizione proposta dai precedenti autori, soffermandosi sulle caratteristiche comuni a tutti i modelli di piattaforme bilaterali analizzati dai suoi colleghi precedenti.³¹

²⁹ Jean-Charles Rochet e Jean Tirole, "*Two-Sided Markets: A Progress Report*", The RAND Journal of Economics, Autunno 2006, Volume 37, No. 3, pp. 664-665.

³⁰ Evans e Schmalensee (2007a) e Evans (2003b).

³¹ Caillaud e Jullien (2001), Caillaud e Jullien (2003), Rochet e Tirole (2003), Anderson e Coate (2005), Armstrong (2006), Rochet e Tirole (2006).

Egli descrive, in particolare, tre caratteristiche chiave riscontrate nell'analisi di molte industrie che sono rilevanti dal punto di vista della politica industriale:³² l'impresa è multi-prodotto, nel senso che la piattaforma fornisce servizi diversi ai due lati del mercato, a cui possono essere addebitati prezzi differenti; esistono effetti di rete incrociati: i benefici degli utenti dipendono dalla dimensione della partecipazione degli users dell'altro lato del mercato bilaterale, che si modifica con le condizioni del mercato stesso; infine, coesiste un potere di mercato bilaterale, ossia le piattaforme, sia che costituiscano un monopolio sia un oligopolio, sono "price setter" e di norma stabiliscono prezzi uniformi sui due lati del mercato.

Infine, la presenza delle caratteristiche chiave proposte da Weyl è riscontrabile anche nelle piattaforme di prestito peer-to-peer lending, al punto che è possibile qualificarle come piattaforme bilaterali.

Lending Club e Prosper, piattaforme statunitensi che saranno oggetto del prossimo capitolo, possono qualificarsi come piattaforme bilaterali dal momento che coinvolgono due categorie di utenti, i finanziatori che vogliono investire i propri risparmi attraverso questi portali online, ed i mutuatari, ossia coloro che richiedono la concessione di un prestito; tra questi utenti sussiste un effetto di rete indiretto perché maggiore è il numero di partecipanti su un lato, maggiore sarà il beneficio apportato all'altro lato del mercato.

³² Giornali, sistemi operativi, carte di credito, media supportati dalla pubblicità. Rochet e Tirole (2003), Armstrong (2006).

2.3 Gli effetti o esternalità di rete

L'enfasi sugli intermediari di mercato è la principale distinzione tra la letteratura dei mercati bilaterali e la letteratura degli effetti di rete,³³ in particolare quelli indiretti; le definizioni sono, infatti, simili: *un bene presenta un effetto di rete indiretto se la domanda per questo bene dipende dalla fornitura di un bene complementare, che a sua volta dipende dalla domanda per il bene originario.*³⁴

Una piattaforma bi o multilaterale ha la possibilità di creare valore ed incrementare il surplus sociale quando sono soddisfatte tre condizioni:

1. ci sono gruppi diversi di clienti;
2. un membro di un gruppo trae beneficio dal fatto che la sua domanda sia coordinata con uno o più membri dell'altro gruppo (esternalità di rete incrociata);
3. un intermediario può facilitare questo coordinamento in modo più efficiente di quanto riescano a fare le relazioni bilaterali tra i membri del gruppo.³⁵

Gli effetti di rete indiretti generalmente affiancano la seconda condizione e condizionano le scelte strategiche in queste industrie per quanto riguarda la multilateralità; la presenza di effetti di rete, infatti, secondo Evans (2011), risulta essere una spiegazione valida per l'emergere di una piattaforma sul mercato. Se i membri del gruppo A e del gruppo B interagissero attraverso delle transazioni bilaterali, dovrebbero essere in grado, in linea teorica, di internalizzare le esternalità indirette, sotto la seconda condizione; ciò in realtà non accade, per la presenza di asimmetria informativa, costi di transazione e dei problemi di free-riding e di coordinamento: un intermediario può, pertanto, internalizzare le esternalità create da un gruppo verso l'altro gruppo, a differenza di quanto possano fare gli stessi gruppi all'esterno.

Una caratteristica importante dei mercati bilaterali è che la domanda di ciascun lato è strettamente correlata e dipendente dalla presenza della domanda dall'altro lato e tende ad annullarsi in mancanza della seconda, a prescindere dall'ammontare del prezzo; in questo

³³ M. Rysman, 2009. "The Economics of Two-Sided Markets", Journal of Economic Perspectives, Volume 23, No. 3, Estate 2009, pp. 127-128.

³⁴ Church e Gandal (1992); Chou e Shy (1990).

³⁵ Rochet e Tirole (2002), Armstrong (2002), Evans (2011).

contesto,³⁶ si dice che un mercato presenta effetti di rete (anche definiti esternalità di rete o effetti di feedback positivi) quando i clienti valorizzano maggiormente un prodotto, quanti più consumatori utilizzano lo stesso bene, e pertanto gli utenti hanno aspettative di guadagno tanto maggiori, quanto maggiore è il numero di users dell'altro lato del mercato che aderisce alla piattaforma.

Le piattaforme, pertanto, pongono in atto delle strategie, di prezzo e di investimento, in modo da portare i due lati del mercato, ovverosia i due o più gruppi di utenti interdipendenti, “a bordo”.³⁷ Tuttavia, le esternalità di rete indirette danno origine ad un problema definito da Caillaud e Jullien (2003) di “chicken & egg”: per attrarre gli acquirenti, un intermediario deve avere un ampio numero di utenti-venditori registrati, i quali però saranno disponibili ad aderire alla piattaforma solo se si aspettano la partecipazione di un gran numero di compratori a cui presentare la propria offerta.

Per poter risolvere questo problema, gli intermediari mettono in atto diverse strategie: in primis, cercando di ottenere una massa critica di utenti su un lato del mercato, offrendo loro il bene o il servizio gratuitamente oppure stabilendo incentivi economici per acquistarlo, strategia visibile soprattutto nella fase di ingresso delle imprese in un mercato multilaterale.

Un ulteriore modo di risolvere il problema del chicken & egg riguarda l'investimento in un lato del mercato, riducendo i costi per i consumatori su quel lato di partecipazione del mercato stesso; questa scelta è definita di “divide and conquer”, strategia secondo la quale viene sovvenzionata la partecipazione di un lato (divide) e coperta la perdita tramite l'altro lato del mercato (conquer), stabilendo un prezzo uguale o addirittura inferiore al costo marginale sul lato di utenti di cui si vuole garantire la partecipazione, e coprendo questa perdita grazie ai profitti raggiunti sull'altro lato del mercato.³⁸

In questo modo gli intermediari possono coltivare un lato della piattaforma, o entrambi, con lo scopo di incrementare il successo generale della piattaforma: questa strategia serve, infatti, a ridurre il problema riportato, in quanto aiuta l'intermediario ad incoraggiare la partecipazione alla piattaforma del gruppo beneficiario della riduzione di prezzo, che a sua volta incoraggia la partecipazione dell'altro gruppo, grazie alla presenza delle esternalità di rete positive.

³⁶ B. Caillaud e B. Jullien, 2003. “Chicken & egg: competition among intermediation service providers”, *RAND Journal of Economics*, Volume 34, No. 2, pp. 309-310.

³⁷ Evans, 2011. “*Economics of Multi-sided Platform Businesses*”, *Platform Economics: Essays on Multi-Sided Businesses*”, Parte 1, Capitolo 2, pp. 35-36.

³⁸ B.Jullien, 2011. “*Competition in Multi-Sided Markets: Divide and Conquer*”, *American Economic Journal: Microeconomics* 3, pp. 186-187.

Evans e Schmalensee (2010) ritengono, infatti, che la sfida più importante per potenziali imprese che vogliono entrare in un mercato multilaterale è proprio quella di raggiungere abbastanza utenti su ogni lato per garantire il raggiungimento di un numero di massa critico tale da favorire e sfruttare questi effetti di rete.³⁹

Le piattaforme generano effetti di rete indiretti, e quindi valore per gli agenti economici che aspirano a servire, attraverso i prezzi, il design del prodotto, il marketing e altri sforzi per attrarre agenti da entrambe le parti. Jullien (2011), ad esempio, ha sottolineato il valore delle strategie "divide and conquer" per una startup o un concorrente che sfida una piattaforma consolidata: sovvenzionare agenti nel gruppo più sensibile al prezzo, per poi utilizzare la loro partecipazione per attrarre agenti nell'altro gruppo, difatti trattando un lato del mercato come centro di profitto e l'altro come loss leader, o, al massimo, come finanziariamente neutrale.

Se si pone un focus particolare alle piattaforme di prestito Peer-to-Peer, si riscontra come queste presentino caratteri di bilateralità: esse, infatti, forniscono uno spazio virtuale per due tipi di agenti economici, gli investitori ed i mutuatari, grazie al quale hanno la possibilità di interagire e scambiare risorse finanziarie, in modo più efficiente di quanto avrebbero potuto fare sul mercato, per la presenza di costi di transazione e differenze geografiche di residenza.

Su queste piattaforme, inoltre, si riscontrano gli stessi tipi di problemi, come il chicken and egg problem, e di strategie analizzati nella letteratura teorica delle piattaforme multilaterali; questi intermediari, infatti, cercano di sfruttare quella che viene definita "the wisdom of the crowd", letteralmente la saggezza della folla, termine usato per indicare l'attenzione che gli individui, potenziali investitori, rivolgono all'opinione collettiva degli altri utenti della piattaforma, nel prendere la propria decisione di finanziamento di un progetto.⁴⁰

Nel tentativo di far crescere gli effetti di rete, le piattaforme devono cercare di portare a bordo un numero di investitori e mutuatari congrui per raggiungere il numero di massa critico di utenti ed aumentare il volume degli scambi finanziari: quanti più investitori sono presenti sulla piattaforma, maggiore è la probabilità che i mutuatari riescano a finanziare la loro richiesta di prestito; viceversa, quanti più richiedenti prestiti partecipano alla rete, maggiore è la probabilità per gli investitori di finanziare un prestito con il livello di rischio adeguato alla relativa propensione al rischio.

³⁹ Evans e Schmalensee, 2010. "Failure to Launch: Critical Mass in Platform Businesses", Review of Network Economics, Volume 9, Articolo 1, pp. 1-26.

⁴⁰ G. A Gabison, 2015. *Understanding Crowdfunding and its Regulations: How can Crowdfunding help ICT Innovation?*. Lussemburgo: European Commission, Joint Research Centre, Institute for Prospective Technological Studies, p. 11.

Perciò, più alto è il numero di partecipanti su ogni lato, maggiore è la probabilità che si verifichi un match di successo tra i due attori economici e che aumenti il numero delle transazioni; tuttavia è bene considerare che le piattaforme si trovano anche a dover fronteggiare un trade-off tra l'aumento del numero di utenti e del volume delle transazioni, ed i rischi che questi aumenti comportano.⁴¹

Un aumento del numero degli investitori presenti sulla piattaforma, infatti, non determina solo un impatto positivo:⁴² come sarà illustrato nel capitolo 6, la presenza di investitori istituzionali tra i finanziatori delle piattaforme, solleva dubbi riguardo la tutela degli investitori al dettaglio, i quali non avendo a disposizione gli strumenti di valutazione del merito creditizio che utilizzano gli istituti che svolgono attività creditizia, potrebbero essere tagliati fuori dagli investimenti più sicuri e sottoscrivere investimenti non in linea con il proprio profilo di rischio.

Allo stesso modo un aumento del numero dei richiedenti fondi non determina solo un effetto positivo di incremento dell'utilità della piattaforma, ma può comportare un effetto negativo per i mutuatari stessi, dovuto alla maggiore competizione per la richiesta dei prestiti migliori.

⁴¹ Halaburda et al. (2015) analizzano il mercato negli Stati Uniti e scoprono che oltre all'effetto positivo, vi è anche uno stesso effetto negativo dato dalla concorrenza, e studiano come il trade-off tra questi due effetti consenta la coesistenza di piattaforme con diversi modelli di business.

⁴² In relazione al trade-off tra volume e rischio, ad esempio la piattaforma statunitense Prosper preferisce espandere la sua massa di utenti, mentre LendingClub preferisce minimizzare i rischi adottando standard di qualità più elevati.

2.4 Le scelte strategiche

Gli effetti di rete indiretti sono una caratteristica chiave delle piattaforme multilaterali: Rochet e Tirole (2006) sono i primi economisti che identificano due tipi di esternalità indirette nel framework delle piattaforme multilaterali: le esternalità di utilizzo e di partecipazione.

L'esternalità d'uso esiste quando gli agenti economici hanno bisogno di interagire per creare valore, il quale deriva dall'utilizzo congiunto della piattaforma da parte di due gruppi di utenti; è possibile che l'esternalità in questione sia positiva per un tipo di agenti economici e negativa per un altro tipo, ma finché il valore netto di questa esternalità rimane positivo, vi è un vantaggio per la piattaforma nel facilitare l'interazione, dal momento che può essere in grado di catturare parte del valore creato.⁴³

L'esternalità di appartenenza, invece, esiste quando il valore ricevuto dagli agenti di un lato aumenta con il numero degli users dell'altro lato che aderiscono alla piattaforma: i produttori di applicazioni, ad esempio, valorizzano una piattaforma quanto più vi partecipano potenziali utenti, così come gli users attribuiscono valore quante più applicazioni sono offerte sulla piattaforma stessa. Questo fenomeno si traduce nel loop definito di feedback positivo, tale per cui un numero maggiore di utenti di un lato che aderisce, attrae un alto numero di clienti dell'altro, alimentandone in tal modo la crescita.

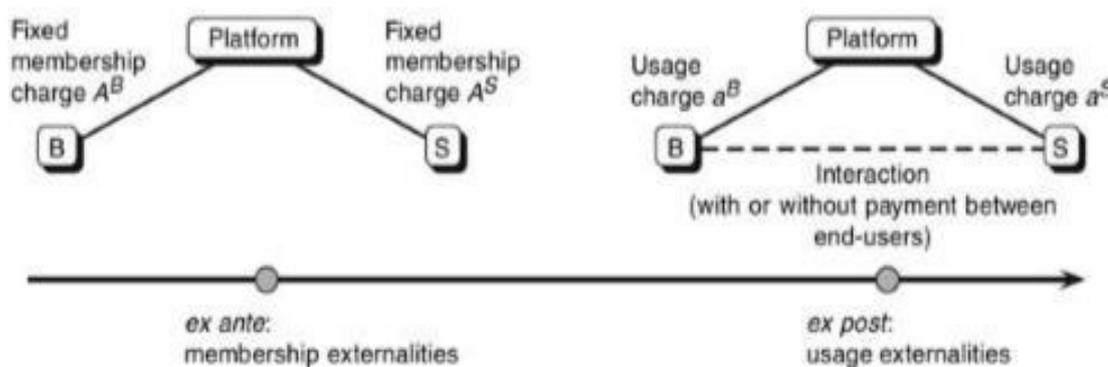
Per sfruttare questi due tipi di esternalità, le piattaforme possono addebitare ai due lati del mercato delle tariffe di adesione e delle commissioni di utilizzo: nel modello proposto da Rochet e Tirole (2006), vengono identificati due tipi di utenti, per semplicità un venditore, seller (S), ed un acquirente, buyer (B), ai quali la piattaforma addebita rispettivamente un prezzo pari ad a^S al venditore ed a^B al compratore per consentire l'interazione.

Questi costi che i due lati della piattaforma devono sostenere, vengono definiti tariffe di utilizzo, che sono prezzi non lineari, in quanto dipendono dal numero di transazioni che intercorrono sulla piattaforma.

La stessa piattaforma può anche scegliere di far pagare tariffe fisse che sono indipendenti dall'interazione avvenuta tra gli utenti, come si può constatare nel modello rappresentato in figura 3, dove al venditore viene addebitata una tariffa indipendente dall'utilizzo pari ad A^S ed all'acquirente una pari ad A^B ; queste ultime sono denominate tariffe di adesione o di partecipazione, vengono applicate dall'intermediario ex ante e sono dei prezzi lineari.

⁴³ Evans e Schmalensee, 2012. *"The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses"*, Coase-Sandor Institute for Law & Economics, Articolo No. 623, pp. 8-9.

Figura 3: Le tariffe di adesione e di utilizzo addebitate dalla piattaforma ai due lati del mercato



Fonte: "Two sided markets: a progress report", The RAND Journal of Economics, 2006, Vol. 37, N.3, p. 647

Da questa breve introduzione teorica emerge che le piattaforme multi-sided devono porre particolare attenzione alle scelte in merito all'allocazione dei prezzi tra le due parti, oltre che al livello totale di prezzo da stabilire, dal momento che la scelta del modello di business risulta essere fondamentale per il successo dell'intermediario.

Il framework di riferimento⁴⁴ mostra, infatti, che il focus della letteratura economica è posto proprio sulle azioni dell'intermediario, sulle scelte in merito alla struttura di prezzo, all'apertura del mercato, ai livelli di investimento, al design e al grado di differenziazione dei prodotti e così via.

Di seguito, verranno analizzate alcune delle più importanti scelte strategiche che le piattaforme, tra cui quelle relative al social lending, si trovano comunemente a dover fronteggiare nel corso della propria attività.

⁴⁴ Rochet e Tirole 2003, Rochet e Tirole 2006, Rysman 2009.

2.4.1 La struttura di prezzo

Il modello di Rochet e Tirole del 2006 si concentra sull'analisi della struttura di prezzo nei mercati multilaterali, in particolare in un contesto semplificato di monopolio in cui una piattaforma bilaterale opera in assenza di esternalità di appartenenza, dato assunto come esogeno, ed in presenza solamente di esternalità di utilizzo e di tariffe d'uso per transazione.⁴⁵

Date due commissioni per interazione a^B ed a^S applicate ai lati rispettivamente dell'acquirente e del venditore, i due economisti definiscono il mercato unilaterale se il volume V delle transazioni che vengono realizzate sulla piattaforma dipende solo dal livello aggregato del prezzo, $a = a^B + a^S$, cioè la piattaforma è insensibile ad una riallocazione di questo prezzo totale a tra il compratore ed il venditore; se, al contrario, V varia con a^B , mentre a è mantenuto costante, il mercato è definito bilaterale.

Risulta di fondamentale importanza distinguere quindi tra il livello di prezzo complessivo a , definito come il prezzo totale stabilito dalla piattaforma ed addebitato ai due lati del mercato, e la struttura di prezzo, riferibile alla distribuzione o allocazione di questo prezzo tra il venditore e l'acquirente.

E' diffusa la convinzione tra gli economisti ed i decision maker pubblici e privati che la struttura di prezzo influenzi l'efficienza economica ed i profitti, al punto tale che vengono impiegate ingenti risorse per capire quale lato dovrebbe sopportare l'onere dei prezzi; gli intermediari, infatti, tendono a trattare un lato del mercato come loss leader, stabilendo un prezzo uguale o addirittura inferiore al costo marginale, e recuperare i costi con l'altro lato del mercato, che viene considerato un centro di profitto.

I policy maker, pertanto, sembrano credere fermamente all'importanza della struttura del prezzo, in particolare in questo contesto di multilateralità di mercato e alla sua non neutralità, ovverosia che una riallocazione del prezzo tra le parti produca un effetto sui risultati economici dell'intermediario bilaterale.

Secondo Rochet e Tirole (2006), infatti, "un mercato è bilaterale se la piattaforma può influire sul volume delle transazioni addebitando un prezzo maggiore su un lato del mercato e riducendo il prezzo pagato dall'altro lato di uno stesso importo"; in altre parole, la struttura di prezzo ha un effetto sugli outcome prodotti dall'intermediario, ossia sul volume delle transazioni realizzate grazie alle interazioni che avvengono sulla piattaforma, e quest'ultima deve stabilire un'adeguata allocazione delle tariffe di utilizzo tra il venditore e l'acquirente in modo tale da portare i due lati a bordo della stessa.

⁴⁵ Rochet e Tirole, 2006. "Two sided markets: a progress report", The RAND Journal of Economics, 2006, Volume 37, No.3, p. 648.

Un punto di riferimento utile per stabilire la bilateralità di un mercato, è il fallimento del teorema di Coase,⁴⁶ il quale stabilisce che se i diritti di proprietà sono stabiliti chiaramente e sono negoziabili, e se non ci sono costi di transazione né asimmetrie informative, il risultato della negoziazione tra due, o molteplici parti, sarà Pareto efficiente da un punto di vista sociale, anche in presenza di esternalità.

La visione di Coase (1960) si basa sull'assunto che se gli outcome ottenuti dall'interazione sono inefficienti e non ostacolano la negoziazione, i gruppi di utenti hanno la possibilità di negoziare in modo autonomo per raggiungere risultati efficienti. Poiché, nel contesto di un'interazione tra venditore e compratore mediata da una piattaforma, i guadagni derivanti dallo scambio tra due utenti finali dipendono dal livello del prezzo e non dalla sua allocazione, quest'ultima non ha impatto sul volume delle transazioni, sul profitto della piattaforma e sul welfare sociale: in un mondo di Coase, la struttura di prezzo è neutrale ed i mercati sono unilaterali.

In realtà, però, vari fattori rendono improbabile che le due parti raggiungano un accordo efficiente in modo autonomo ed indipendente rispetto all'intermediazione di una piattaforma, dove per efficienza ci si riferisce al loro surplus congiunto e non al surplus sociale; pertanto, si verifica il fallimento del teorema di Coase ed il mercato risulta essere two-sided.

Un motivo comune per cui la negoziazione tra le parti può non andare a buon fine nonostante l'esistenza di possibili guadagni derivanti dall'interazione è che i due gruppi possono avere visioni differenti in merito alla quantità di guadagni derivanti dalla transazione, soprattutto a causa della presenza di asimmetrie informative, che spesso implica un volume di scambio sub-ottimale.

Un secondo motivo per cui la contrattazione tra utenti finali può risultare difficoltosa è dato dalla presenza dei costi di transazione,⁴⁷ costi riferiti ad un ampio range di frizioni che rendono costoso per un lato del mercato redistribuire le tariffe, trasferendole all'altro lato del mercato. Nel caso di un aumento del costo attribuito, ad esempio al venditore, egli non riesce a trasferire l'aumento del suo costo derivante dall'interazione, all'acquirente; pertanto, la presenza di questi costi risulta essere un ulteriore fattore che determina la non neutralità della struttura del prezzo e quindi la bilateralità della piattaforma.

Un'ultima situazione in cui gli utenti finali non riescono a stabilire un prezzo per le loro transazioni si verifica quando la piattaforma vieta loro di farlo, imponendo un limite di prezzo o regole per esempio definite di “senza sovrapprezzo”.

⁴⁶ Ibid. pp. 649-650.

⁴⁷ Si veda Rochet e Tirole (2003) per un approfondimento in merito alle tipologie di costi di transazione.

In conclusione, secondo Rochet e Tirole,⁴⁸ se gli utenti finali possono negoziare al di fuori della piattaforma l'attuale allocazione del prezzo, la struttura di prezzo è neutrale, il teorema di Coase si applica ed il mercato risulta essere unilaterale, in caso contrario, se la presenza di costi di transazione, asimmetrie informative o limiti di prezzo rende difficile la negoziazione autonoma dei lati del mercato, il teorema di Coase fallisce, la struttura di prezzo non è neutrale ed il mercato risulta essere bilaterale.

Una seconda analisi relativa alla struttura dei prezzi è proposta da Armstrong nel 2006, il quale presenta tre modelli di mercati multilaterali: una piattaforma monopolistica, speculare alla precedente, in quanto opera in presenza delle sole esternalità di appartenenza; un modello di piattaforme concorrenti in cui gli agenti si uniscono ad un'unica piattaforma, ed un modello di "colli di bottiglia competitivi" in cui un gruppo di utenti aderisce a tutte le piattaforme.

Dall'analisi condotta in questi tre modelli⁴⁹ emerge che ci sono tre fattori che determinano la struttura dei prezzi di equilibrio stabiliti dalla piattaforma: (i) l'entità delle esternalità di gruppo incrociate, (ii) se le commissioni vengono rimosse su base forfettaria o per transazione; (iii) se gli agenti aderiscono ad una sola piattaforma o ad un numero maggiore (quest'ultimo fattore sarà oggetto di una sezione dedicata).

Il primo fattore risulta alla base della strategia divide and conquer, discussa in precedenza, dal momento che il gruppo che esercita una maggiore influenza positiva sull'altro, risulta l'oggetto di scelte strategiche aggressive da parte della piattaforma: questo lato del mercato viene trattato come leader di perdita, con lo scopo di attirarlo a bordo della piattaforma e sfruttare in un secondo momento l'effetto di rete positivo esercitato sull'altro gruppo. Pertanto, è il beneficio che il primo gruppo di utenti garantisce al secondo gruppo che determina il prezzo applicato sul primo lato e la struttura di prezzo complessiva.

Per quanto riguarda il secondo fattore, bisogna premettere che un intermediario può addebitare agli utenti sia delle tariffe fisse, stabilite su base forfettaria, in modo che il pagamento degli agenti economici non dipenda dal risultato delle loro interazioni, sia commissioni per transazione, che dipendono dal volume delle transazioni eseguite sulla piattaforma.

La differenza fondamentale tra le due tariffe, secondo l'analisi condotta, è che le esternalità di gruppo risultano essere più deboli con le tariffe applicate per ogni transazione, poiché una frazione del vantaggio di interagire con un agente extra dell'altro lato del mercato, è eroso dal

⁴⁸ Rochet e Tirole, 2006. "*Two sided markets: a progress report*", The RAND Journal of Economics, 2006, Volume 37, No.3, p. 665.

⁴⁹ Armstrong, 2006. "Competition in two-sided markets", The RAND Journal of Economics Volume 37, No.3, pp. 668–691.

pagamento supplementare sostenuto. Se un agente paga una piattaforma solo in caso di una interazione riuscita, l'agente non deve preoccuparsi dei rapporti che intercorrono tra la piattaforma e l'altro lato; pertanto per attirare un lato del mercato, non è così importante che la piattaforma prima porti l'altra parte "a bordo".

Questo fattore non incide sul contesto analizzato, dal momento che Armstrong dimostra che quando esiste una piattaforma di monopolio, è ininfluente che le tariffe vengano rimosse su base forfettaria o per transazione, ai fini delle decisioni in merito alla struttura di prezzo.⁵⁰

Il terzo contributo proposto, infine, è quello tratto dagli studi condotti da Evans nel 2011, il quale si focalizza sulla determinazione della struttura di prezzo ottima dei mercati bilaterali che è un aspetto chiave del modello di business di queste industrie: la divisione dei guadagni tra i due lati del mercato, che determina la rispettiva partecipazione alla piattaforma.⁵⁵¹

L'attenzione e la necessità di una struttura di prezzo, in aggiunta alla determinazione di un livello di prezzo complessivo, distingue questi mercati da quelli unilaterali, dal momento che nel primo contesto, un prodotto può anche non esistere se non si stabilisce una corretta struttura di prezzo tra le parti. Nella sua analisi del livello dei prezzi, Evans riscontra che una piattaforma tende a stabilire dei prezzi che massimizzino i suoi profitti; in un mercato unilaterale, questo si verifica scegliendo l'output tale per cui il ricavo marginale eguaglia il costo marginale e addebitando il prezzo corrispondente per questa quantità dalla curva di domanda. Per le piattaforme a due lati, (i) i prezzi ottimali dipendono in modo complesso dalla sensibilità al prezzo della domanda da entrambe le parti, dalla natura e dall'intensità degli effetti indiretti della rete tra le due parti; (ii) il prezzo di massimizzazione del profitto, non predatorio per entrambe le parti potrebbe essere inferiore al costo marginale di fornitura per quel lato o addirittura negativo; (iii) la relazione tra prezzo e costo è complessa e non si applicano le formule semplici che sono state derivate per i mercati a un lato (la classica formula di Lerner che afferma che il margine di prezzo-costo marginale è uguale all'inverso

⁵⁰ Armstrong (2006) assume che gli agenti siano omogenei nel loro comportamento commerciale e che una piattaforma riceva lo stesso profitto da differenti combinazioni di tariffe fisse o per transazione: pertanto, solo l'ammontare totale delle tariffe che un agente paga è importante ai fini della determinazione della struttura di prezzo ma non come questo ammontare si divida tra le due tariffe. Reisinger (2014) al contrario, ritiene che il comportamento degli agenti economici sia eterogeneo, dal momento che questi reagiscono in modo diverso ad un cambiamento nella combinazione delle tariffe a loro addebitate. Pertanto, ai fini della analisi della struttura di prezzo, anche in un contesto monopolistico è necessario conoscere non solo l'ammontare del pagamento complessivo, ma anche il valore esatto delle tariffe, che secondo Reisinger, nei mercati bilaterali sono costituite da due parti: una tariffa di sottoscrizione, o fissa, ed una applicata per transazione almeno su un lato del mercato.

⁵¹ Evans, 2011. *"Economics of Multi-Sided Platform Businesses"*, Competition Policy International, Parte 1, Capitolo 1, pp. 10-11.

dell'elasticità della domanda rispetto al prezzo, deve tenere in considerazione anche l'elasticità della domanda incrociata).⁵²

A differenza dei mercati unilaterali, anche secondo questo autore per molte piattaforme è possibile addebitare due diversi tipi di prezzi: una tariffa di accesso per l'adesione alla piattaforma ed una tariffa d'uso per l'utilizzo della piattaforma stessa. Tuttavia la difficoltà di monitorare l'utilizzo della piattaforma e la natura delle esternalità tra le parti, inducono la piattaforma a tentare di massimizzare il profitto facendo leva sull'accesso piuttosto che l'utilizzo.

In conclusione, nel tentativo di applicare l'analisi teorica condotta dai precedenti autori al modello delle piattaforme di Peer-to-Peer Lending, si riscontra come la struttura dei prezzi ricopra un ruolo di fondamentale importanza anche in questo specifico mercato, nel quale è necessario stabilire delle tariffe che rispecchino correttamente il grado di rischio sotteso.

Queste piattaforme cercano di attirare borrowers e lenders, stabilendo la giusta struttura tariffaria: da un lato tale struttura deve assicurare che chi prenda in prestito fondi sia correttamente penalizzato se comporta un elevato rischio di insolvenza, e dall'altro lato le piattaforme devono rimborsare in modo corretto gli investitori. Con questo intento, le piattaforme fissano una commissione d'origine che viene pagata in anticipo dai mutuatari quando richiedono un prestito e che dipende dal proprio livello di rischio, ed una commissione di utilizzo, pagata dagli investitori sui tassi di interesse ricevuti durante l'anno dai mutuatari, che rappresenta una tariffa per l'uso del servizio e comprende anche le tasse di riscossione.⁵³

⁵² Si vedano Rochet e Tirole (2006), Armstrong (2006), Weyl (2010) e Rysman (2009).

Il risultato letterario principale è che la strategia di prezzo adottata su un lato del mercato dipende non solo dalla domanda e dai costi di questi consumatori, ma anche da come la loro partecipazione impatta sulla partecipazione dell'altro lato, ed il profitto che viene estratto da questa partecipazione. In un mercato unilaterale, si può definire il mark-up prezzo-costi in termini di elasticità della domanda e di costo marginale, utilizzando la classica formula di Lerner, mentre in un mercato bilaterale, le decisioni di prezzo dovrebbero includere anche l'elasticità della risposta dell'altro lato e il mark-up applicato all'altro lato. Pertanto, la formula di Lerner di determinazione del prezzo addebitato su entrambi i lati del mercato, deve essere adattata ed i prezzi su entrambi i lati del mercato dipendono dall'insieme congiunto delle elasticità della domanda e dai costi marginali di ciascun lato.

⁵³ **Prosper**, al fine di raggiungere il numero di massa critico, ha incentivato i finanziatori ad aderire alla piattaforma fissando basse commissioni per questo lato, compensando con le alte commissioni addebitate ai mutuatari, il cui numero è aumentato a seguito della crisi finanziaria che ha portato le banche a ridurre il credito.

2.4.2 La differenziazione di prodotto e il Multi-Homing

Le piattaforme possono differenziarsi l'una dall'altra scegliendo ed offrendo livelli di qualità differenti dei propri prodotti, la cosiddetta differenziazione verticale, ai consumatori, i quali sceglieranno la qualità superiore o inferiore della piattaforma in base al proprio reddito e alla relativa disponibilità a pagare per una maggiore o minore qualità.⁵⁴ Gli intermediari, tuttavia, possono anche essere differenziati per le particolari caratteristiche e prezzi che stabiliscono per determinati tipi di clienti, la cosiddetta differenziazione orizzontale.

Le imprese possono quindi scegliere le caratteristiche dei prodotti offerti in modo da rivolgersi a particolari gruppi di consumatori e differenziarsi dai concorrenti, determinando la partecipazione di un gruppo di user da un lato, con la conseguente influenza generata sulla domanda dell'altro lato.⁵⁵ Dal momento che la differenziazione orizzontale e verticale influisce sulla domanda degli altri lati, a causa di queste interdipendenze, una piattaforma deve di solito prendere decisioni di differenziazione congiuntamente per tutti i lati che serve.

In particolare, la differenziazione orizzontale può portare i consumatori a scegliere, aderire ed utilizzare diverse piattaforme, fenomeno definito da Rochet e Tirole (2003) "multi-homing": i consumatori trovano interessanti caratteristiche differenti di diverse piattaforme e decidono di utilizzarne due o molteplici, al contrario se i consumatori partecipano ad una sola piattaforma si parla di "single-homing".

Il contributo letterario più influente avente ad oggetto questo fenomeno è quello proposto da Armstrong (2006), il quale ha mostrato l'importanza del multi-homing in presenza di un mercato caratterizzato da piattaforme concorrenti, analizzando con particolare attenzione, una configurazione di mercato definita "collo di bottiglia o strozzatura competitiva", in cui un gruppo di agenti è single-home, mentre gli altri sono multi-homing.

In questo contesto, se gli agenti del lato multi-home vogliono interagire con un agente sul lato del single-home, il primo lato non ha altra scelta se non affrontare la piattaforma scelta da quell'agente; pertanto, le piattaforme competeranno in modo aggressivo per portare a bordo il lato single-home ed avranno un potere monopolistico nei confronti del lato multi-homing nel fornire l'accesso ai loro clienti che sono single-homing. Questo potere monopolistico porta naturalmente a prezzi elevati caricati sul lato multi-homing e ad avere troppo pochi agenti serviti da un punto di vista sociale su questo lato; pertanto, le piattaforme dovendo competere

⁵⁴ Evans e Schmalensee, 2012. "The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses", Coase-Sandor Institute for Law & Economics, Articolo No. 623, pp. 14-17.

⁵⁵ Evans, 2011. "Economics of Multi-Sided Platform Businesses", Competition Policy International, Parte 1, Capitolo 1, pp. 16-17.

per ottenere gli agenti single-homing, gli alti profitti generati dal lato multi-homing saranno in larga misura trasferiti al lato singolo in forma di prezzi bassi, o anche pari a zero.⁵⁶

Nel mercato in cui operano le piattaforme di P2P lending, gli utenti non solo si preoccupano del numero di users che aderiscono alla piattaforma, ma anche della loro "qualità": inserendo questo aggettivo nel contesto del social lending, si fa riferimento al merito creditizio e alla solvibilità dei mutuatari che richiedono prestiti sulla piattaforma ed al tipo di investitori che sono disposti a prestare risorse finanziarie.

Pertanto, uno dei primi criteri in base al quale una piattaforma può differenziarsi rispetto alle altre è la qualità dei mutuatari a cui permettono di iscriversi alla piattaforma: dopo essere stati selezionati dalla piattaforma, gli utenti devono dichiarare uno scopo per la loro richiesta di prestito, all'interno di un elenco di scelte; LendingClub, per esempio, fornisce una lista di 15 obiettivi, mentre Prosper propone 20 diverse categorie. Inoltre, i mutuatari devono dichiarare il loro reddito annuo lordo, in modo tale da prospettare una garanzia di solvibilità: i mutuatari di Prosper dichiarano in media \$65.130 di reddito annuo lordo, mentre i mutuatari di LendingClub dichiarano circa \$75.190.⁵⁷

Infine, in questo mercato non è assolutamente vietato da alcuna normativa la possibilità sia per gli investitori che per i mutuatari di iscriversi a diverse piattaforme contemporaneamente, qualora rispecchino i requisiti previsti da ciascuna di queste, i quali pertanto possono caratterizzarsi sia come utenti single-home che multi-home.

⁵⁶ Armstrong, 2006. "Competition in two-sided markets", *The RAND Journal of Economics* Volume 37, No.3, pp. 671–691.

⁵⁷ C. Mariotto, 2016. *Essays on Innovation in Retail Banking*. Thèse de doctorat de l'Université de recherche Paris Sciences et Lettres PSL Research University, pp. 64-66.

Capitolo 3

Il Peer-to-Peer Lending nel mercato del credito

3.1 Il Crowdfunding e le sue tipologie

L'analisi condotta nei capitoli precedenti è utile per inquadrare dal punto di vista teorico le caratteristiche generali dell'economia della condivisione e le peculiarità dei mercati multilaterali, tra cui è possibile ricomprendere le piattaforme peer-to-peer oggetto dell'elaborato; nel presente capitolo si procede pertanto a descrivere il crowdfunding ed in particolare le piattaforme di social lending.

Le difficoltà crescenti di accesso al credito causate dalla grave crisi economico-finanziaria che ha avuto origine negli Stati Uniti nel biennio 2007-2008 e la diffusione delle infrastrutture proprie del Web 2.0 hanno reso possibile l'evoluzione di un fenomeno definito crowdfunding, come strumento per raccogliere e condividere risorse finanziarie.

Il termine inglese crowdfunding, letteralmente finanziamento dalla folla, viene impiegato per definire un impegno collettivo⁵⁸ di molte persone che mettono in comune e condividono le proprie risorse per sostenere delle iniziative intraprese da altre persone, imprenditori o organizzazioni; questo processo avviene tramite l'aiuto di Internet, grazie al quale i singoli progetti e le imprese possono essere finanziati con piccoli contributi provenienti da un gran numero di individui, consentendo agli innovatori e agli imprenditori di utilizzare i loro social network per raccogliere capitali.

Carozzi M. (2013) definisce il crowdfunding come quel processo grazie al quale più persone, attraverso l'utilizzo di piattaforme online, conferiscono somme di denaro di diversa entità per finanziare lo sviluppo di un progetto, di idee o iniziative di vario genere promosse esclusivamente attraverso la rete e le sue tecnologie; il termine infatti, si riferisce a "chiamate" aperte al pubblico, tramite i portali online, per un periodo di tempo determinato.⁵⁹

Questa forma di finanziamento può essere ricompresa nel più ampio fenomeno definito di crowdsourcing, vale a dire l'esternalizzazione da parte di un'impresa, attraverso un invito rivolto via Internet, di alcune fasi del processo produttivo, per ottenere supporto in termini di design, marketing o finanziamento del prodotto, a titolo gratuito o a fronte di una ricompensa futura (Kleemann F. et al., 2008).

⁵⁸ K. De Buysere, O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Marom, 2012. *A Framework for European Crowdfunding*, p. 9. http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf

⁵⁹ European Commission, 2014. *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*. Bruxelles: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social Committee and the Committee of the Regions, p. 2.

Di fondamentale importanza in questo fenomeno risulta essere la piattaforma di crowdfunding, che fornisce uno spazio virtuale per gli inventori e gli investitori, i quali possono scambiare risorse per realizzare idee e progetti; pertanto, Ordanini et al. (2009) individuano tre player differenti nel modello: le persone che presentano i progetti da finanziare; la "folla", rappresentata da chi intende investire i propri risparmi nel finanziamento delle iniziative proposte, assumendone i rischi, in cambio di qualche forma di ricompensa; l'organizzazione di crowdfunding, ossia una piattaforma digitale, che agisce come intermediario tra i precedenti agenti economici.

Il processo appena citato si presenta come uno strumento alternativo per il reperimento di fonti finanziarie, un modello di raccolta di risorse che si affianca ai canali di finanziamento tradizionali: secondo Larralde e Schwienbacher (2012), il crowdfunding costituisce il finanziamento di un progetto o un'impresa da parte di un gruppo di individui anziché di professionisti, quali banche, venture capitalist, business angels, attuando un processo di disintermediazione di questi agenti in favore dei risparmiatori privati, i quali da finanziatori indiretti diventano parte attiva dell'investimento. Questi ultimi, nel rispondere alla open call della piattaforma, possono fornire risorse finanziarie in forma di donazione o in cambio di qualche forma di ricompensa e/o di diritti di voto al fine di sostenere iniziative con scopi specifici;⁶⁰ pertanto, nel framework di riferimento sono state proposte diverse classificazioni delle tipologie di crowdfunding rinvenute nel mercato del credito.⁶¹

1. Il ***donation-based*** è un modello in cui i sostenitori di un progetto contribuiscono al finanziamento senza ricevere in cambio alcun vantaggio economico, spinti principalmente da motivazioni non di carattere finanziario bensì morale, il cui beneficio è rappresentato dalla partecipazione ad un progetto meritevole di fondi.⁶² In questo modello l'iniziativa presentata è finanziata a prescindere dal raggiungimento dell'obiettivo prefissato in termini di adesioni minime, pertanto alla scadenza del periodo prestabilito, la piattaforma trasferisce al proponente la somma raccolta, anche se inferiore al target stabilito. Il portale viene retribuito mediante commissioni, in percentuale dell'ammontare raccolto per ciascun progetto, tuttavia molte piattaforme scelgono di rinunciare dal momento che a tale tipologia di raccolta fanno soprattutto ricorso le organizzazioni not for profit.

⁶⁰ Lambert e Schwienbacher, 2010.

⁶¹ Le piattaforme possono differenziarsi in funzione della previsione o meno di un ritorno economico per il finanziatore: Querci F., 2014 distingue tra non financial crowdfunding e financial crowdfunding, nel primo rientrano il modello donation-based e reward-based, mentre nel secondo il modello equity-based e lending-based.

⁶² Belleflame P. et al., 2015.

2. Il *reward-based o pre-sales crowdfunding* è un modello in cui i finanziatori ricevono un corrispettivo materiale e non monetario:⁶³ può trattarsi di un gadget o di un prototipo del prodotto che sarà realizzato in caso di successo della raccolta, oppure di un corrispettivo simbolico come l'opportunità di partecipare all'esperienza culturale che finanziano.

Il modello reward-based può assumere due versioni alternative: "All or Nothing" oppure "Keep it All";⁶⁴ nel primo caso, gli ideatori del progetto stabiliscono una somma di denaro che deve essere raggiunta in un periodo di tempo definito, mediamente di 40 giorni; dopo di che il modello prevede che se trascorso questo periodo di tempo non viene raggiunto il target di raccolta prestabilito, il finanziamento si considera fallito e le somme vengono restituite ai donatori. Il secondo modello, invece, consente di utilizzare i fondi raccolti alla scadenza anche se incompleti, riconoscendo alla piattaforma una commissione maggiore per aver definito un obiettivo di raccolta troppo elevato.

3. L'*equity-based* prevede, invece, un ritorno economico nella forma di partecipazione agli utili che saranno realizzati dal progetto che viene finanziato: è una forma di raccolta di capitale di rischio, tramite cui gli investitori ottengono dividendi, titoli, o azioni ed i diritti patrimoniali ed organizzativi incorporati negli stessi.⁶⁵ Gli aderenti effettuano un vero e proprio investimento, se e solo se la raccolta si perfeziona, ossia se l'emittente riceve entro una certa scadenza un numero di offerte tale da coprire l'intero capitale richiesto.

4. Il *lending-based*, oggetto di analisi nella presente tesi, può essere definito come un sistema di microprestito online, realizzato direttamente tra privati, che consente la disintermediazione nel processo di erogazione del credito:⁶⁶ la richiesta di finanziamento è effettuata da privati ad altri soggetti privati, senza la presenza di un intermediario finanziario se non il proprietario o gestore della piattaforma dove avviene lo scambio. Anche in questo modello il finanziatore ha diritto ad un ritorno economico, nella forma di interesse sul finanziamento concesso, che rappresenta la remunerazione sul capitale prestato.

⁶³ Mollick E., 2015.

⁶⁴ F. Danmayr, 2014. *Archetypes of Crowdfunding Platforms: A Multidimensional Comparison*, Austria: Springer Gabler, p. 25.

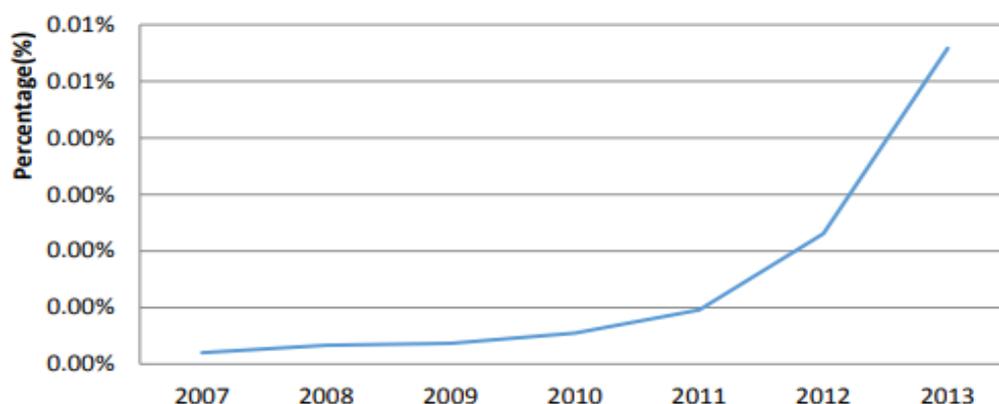
⁶⁵ Thomas J., 2014.

⁶⁶ Carignani A., Gemmo V., 2007.

3.2 Le dimensioni del lending-based crowdfunding e gli utenti coinvolti

I prestiti erogati per mezzo delle piattaforme di lending-based crowdfunding rappresentano una piccola frazione del totale dei finanziamenti concessi dagli intermediari tradizionali, sebbene risultino in forte espansione negli ultimi anni: nel 2013 è stato raccolto circa €1 miliardo tra tutte le forme di crowdfunding presenti in Europa, rapportati ai €735 milioni del 2012.⁶⁷ Questa cifra risulta essere piuttosto marginale rispetto ai prestiti al consumo concessi dagli istituti bancari alle istituzioni non finanziarie, che ammontano a circa €6 trilioni nel 2011, sebbene sia promettente rispetto al finanziamento fornito dai business angels, che è un segmento di mercato stimato per €660 milioni nel 2010, o dai venture capitalists che hanno finanziato start-up nelle fasi di avvio dell'attività, per un totale di €7 miliardi nel 2012.⁶⁸ Il grafico di seguito riportato mostra che il volume di prestiti erogati dalle piattaforme di peer to peer Lending nel 2013 rappresenta lo 0.01% del totale del credito erogato dal settore bancario.

Figura 4: I prestiti nel mondo del crowdfunding come percentuale del volume di credito originato dal settore bancario



Fonte: E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 33.

⁶⁷ Massolution, 2013. *The Crowdfunding Industry Report*, disponibile al seguente link:

<https://www.compromisoempresarial.com/wp-content/uploads/137356857-Massolution-2013CF-Excerpt-Revised-04182.pdf>

⁶⁸ Si vedano: European Banking Federation Facts and Figures, 2012.

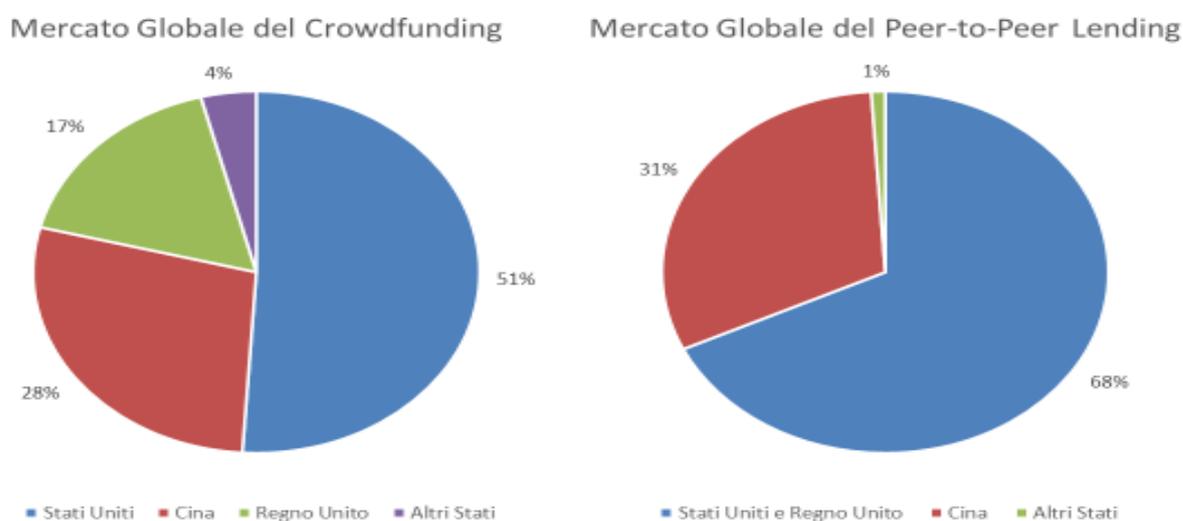
- CSES, 2012. *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final report*;

- European Commission, 2014. *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*. Bruxelles: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social Committee and the Committee of the Regions, p. 2.

Il peer-to-peer lending è un fenomeno infatti relativamente recente,⁶⁹ che è partito nel Regno Unito nel 2006, si è diffuso negli Stati Uniti nel 2007 ed è decollato in Cina nel 2009, sebbene la maggior parte delle piattaforme peer-to-peer siano state create solo nell'ultimo triennio in paesi come l'Italia, l'Estonia e l'India.

Come mostrato nelle figure 5 e 6, i mercati geografici storici rappresentati dagli Stati Uniti, dal Regno Unito e dalla Cina costituiscono congiuntamente il 96% del mercato globale del crowdfunding, considerando come mercato geografico il luogo in cui si svolge l'attività delle singole piattaforme americane, inglesi e cinesi: il mercato statunitense rappresenta il 51% del mercato globale, la Cina supera di poco il 28% e il Regno Unito il 17%; se si pone un focus particolare sul solo financial crowdfunding che comprende il lending-based model, le dimensioni del mercato statunitense e britannico si stimano intorno al 68% del mercato, che ammonta a poco più di \$4,3 miliardi, mentre il valore di mercato stimato per la Cina, basato sui dati disponibili a livello di piattaforma, risulta essere la metà di quello degli Stati Uniti, ed ammonta ad \$1,8 miliardi, anche se le informazioni di mercato suggeriscono che questa cifra è molto più alta dei dati disponibili.⁷⁰

Figure 5 e 6: Analisi delle quote di mercato detenute dagli Stati Uniti, Regno Unito, Cina ed altri, in cui sono presenti le piattaforme di peer-to-peer Lending



Fonte: Traduzione e adattamento da E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 15.

⁶⁹ E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 14.

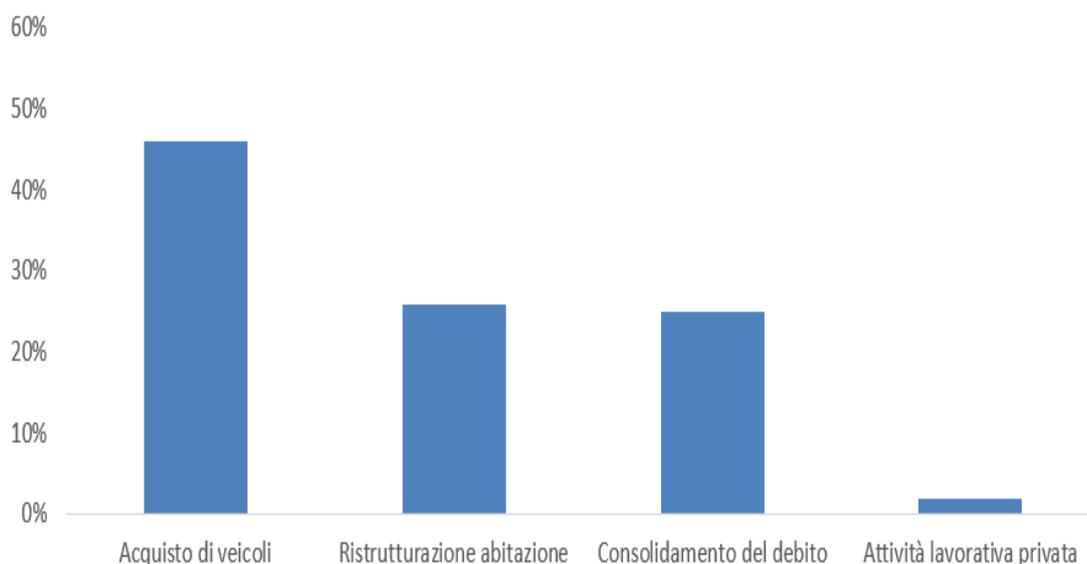
⁷⁰ Consumer Fu, 2013. *Peer to Peer lending: Investment and Loans Strategies*, consultabile al seguente link: <http://www.consumerfu.com/peer-peer-lending-investment-loan-strategies>

Queste piattaforme, in linea con l'analisi teorica condotta nel capitolo 2, si caratterizzano per la loro bilateralità, dal momento che coinvolgono due tipi di users: i mutuatari, rappresentati da famiglie, privati, associazioni senza scopo di lucro e piccole e medie imprese, ed i finanziatori, nella grande maggioranza dei casi costituiti dai piccoli risparmiatori privati, sebbene negli ultimi anni anche gli investitori istituzionali e le banche abbiano iniziato ad investire in questo canale alternativo di erogazione del credito al consumo.⁷¹

Dato lo specifico target di utenti coinvolti, questi portali digitali vengono utilizzati per ottenere particolari tipi di finanziamento,⁷² quali ad esempio, prestiti richiesti dai privati necessari per acquistare immobili, finanziamenti concessi a giovani appena laureati, prestiti alle famiglie destinati al consumo, finanziamenti per sostenere le spese funebri e finanziamenti di progetti artistici.

Nesta (2014) effettua un survey in un panel di 2.007 consumatori inglesi, domandando lo scopo per il quale i mutuatari prendessero in prestito fondi tramite le piattaforme P2P: la figura 7 mostra che il 46% dei consumatori inglesi richiede un prestito per l'acquisto di un veicolo, il 26% per la ristrutturazione della propria abitazione, il 25% per la ristrutturazione dei propri debiti e soltanto il 2% per supportare o iniziare la propria attività lavorativa.

Figura 7: Per quale scopo i mutuatari richiedono un prestito attraverso le piattaforme di consumer lending



Fonte: Nesta. Understanding Alternative Finance. The UK Alternative Finance Industry Report 2014

⁷¹ Per un'analisi dettagliata del coinvolgimento degli investitori istituzionali, si veda il capitolo 6.

⁷² A. Verstein, 2012. *Misregulation of Person to Person Lending*. Lecturer and Other Affiliate Scholarship Series, Paper 8, p. 456.

3.3 I fattori di crescita delle piattaforme di lending-based crowdfunding

Per comprendere come questa forma di finanziamento possa aver coinvolto questo tipo di utenti ed aver assunto le dimensioni appena illustrate, bisogna analizzare diversi fattori che hanno contribuito alla crescita del lending-based crowdfunding: essi possono essere definiti congiunturali, se in un determinato momento storico ed economico ne hanno sostenuto la crescita, o strutturali, se sono destinati a sostenerne l'espansione nel tempo.⁷³

a) Fattori congiunturali: la crisi finanziaria ed i nuovi requisiti normativi

La crisi finanziaria del 2008 che ha provocato una serie di fallimenti bancari, rientra sicuramente tra i fattori congiunturali; essa ha determinato la contrazione dell'offerta di credito da parte delle banche sia alle famiglie ed ai privati, che alle piccole e medie imprese, dal momento che le banche statunitensi e britanniche hanno dovuto ridurre la rischiosità dei propri attivi e sono state oggetto di nuovi regolamenti sull'adeguatezza patrimoniale, come per esempio Basilea III.⁷⁴ La riduzione dell'offerta di credito soprattutto alle PMI ha spinto, per esempio, il governo del Regno Unito ad adottare misure volte ad incentivare il P2P lending, come canale alternativo di finanziamento, per mezzo di investimenti da parte della British Business Bank e di agevolazioni fiscali per gli investitori. In tale contesto economico⁷⁵ di ristrettezza del credito e di requisiti normativi stringenti, il prestito⁷⁶ peer-to-peer ha guadagnato notorietà come canale di finanziamento dei prestiti personali e di quelli concessi alle PMI.

⁷³ M. Bofondi, 2017. *Il Lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*. Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), N. 375, pp. 12-13.

⁷⁴ Per un approfondimento sulle riforme apportate da Basilea III, si può consultare il sito:

<http://www.bankpedia.org/index.php/it/88-italian/b/18708-basilea-iii>

⁷⁵ Frezza, B, 2013. *Caveat Emptor Banking: Peer-to-Peer Lending Challenges Too-Big-To-Fail Status Quo*.

<http://www.forbes.com/sites/billfrezza/2013/08/13/caveat-emptor-banking-peer-to-peer-lending-challenges-too-big-to-fail-statusquo>

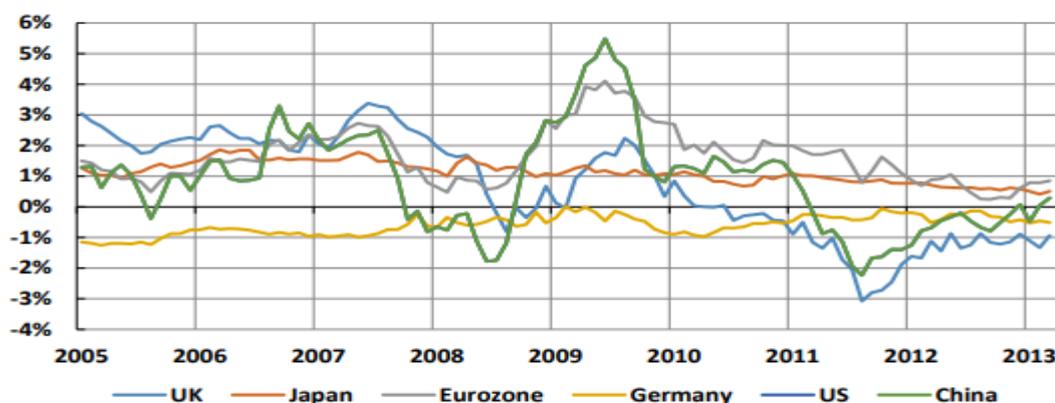
⁷⁶ Pierrakis e Collins, 2013. *Banking on each other. Peer-to-peer lending to business: evidence from Funding Circle*. Nesta, pp. 7-10.

b) Il livello dei tassi di interesse

Un secondo fattore congiunturale è rappresentato dal lungo periodo caratterizzato da bassi tassi di interesse⁷⁷ che ha sostenuto la domanda di strumenti finanziari ad elevato rendimento da parte dei risparmiatori e degli investitori istituzionali, i quali si sono rivolti alle piattaforme P2P che tradizionalmente offrono prestiti ad un tasso di interesse più elevato degli investimenti tradizionali, come un libretto di risparmio o un deposito bancario. Allo stesso modo i mutuatari hanno approfittato di questi livelli dei tassi di interesse per ottenere prestiti a tassi più bassi e vantaggiosi di quelli che avrebbero ottenuto tramite i canali tradizionali di concessione del credito, come quello bancario. Anche a seguito della ripresa economica e del conseguente innalzamento dei tassi di interesse a partire dal 2010, le piattaforme hanno continuato a crescere ad un tasso annuo del 100%, grazie ai bassi tassi di insolvenza registrati sulle piattaforme di social lending, che hanno reso i rendimenti dei prestiti molto elevati.⁷⁸

Il grafico sottostante mostra l'andamento dei tassi di interesse da prima della crisi finanziaria del 2007, fino al 2013, mostrando come il livello dei tassi di interesse in particolare per il Regno Unito, la Germania e gli Stati Uniti si assesti quasi sull'1%.

Figura 8: Il livello dei tassi di interesse dal 2005 al 2013, rilevato nei principali mercati mondiali



Fonte: E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 14.

⁷⁷ Secondo IOSCO l'avvio di un piano definito di "alleggerimento quantitativo", il quantitative easing, ha portato i tassi di interesse ad un livello quasi pari allo zero. IOSCO, 2013: *IOSCO Securities Markets Risk Outlook 2013-14*.

⁷⁸ Nel 2009 la piattaforma Prosper ha registrato tassi di insolvenza del 30%, una percentuale molto elevata che ha portato il settore a stabilire delle restrizioni auto-imposte sul merito creditizio del mutuatario, in modo tale da far diminuire la probabilità di inadempimento, obiettivo raggiunto negli anni immediatamente successivi.

c) Fattori strutturali: il progresso tecnologico

Per quanto riguarda i fattori strutturali, invece, è necessario considerare che la creazione e l'utilizzo di queste piattaforme è stato possibile grazie al progresso tecnologico che ha apportato un cambiamento nello stato della tecnologia, permettendo agli utenti di partecipare attivamente tramite la rete Internet alla creazione di contenuti sui siti web.

Con particolare riferimento al fenomeno del P2P lending, l'innovazione tecnologica ha permesso agli investitori ed ai mutuatari di connettersi ad uno spazio virtuale ed interagire, fornendo alle piattaforme online la natura di social network, dal momento che i mutuatari hanno la possibilità di creare un profilo personale, aggiungere immagini e descrivere il modo in cui utilizzeranno i fondi che richiedono ai potenziali investitori,⁷⁹ incentivandone la partecipazione.

d) La regolamentazione

Un ultimo fattore da considerare riguarda la normativa vigente in tema di social lending: data la dimensione ancora limitata rispetto ai prestiti erogati dagli intermediari tradizionali, le piattaforme hanno potuto beneficiare di una regolamentazione meno stringente, che ne ha permesso lo sviluppo, come sarà argomentato nel paragrafo 3.6.

⁷⁹ M. Herzenstein, S. Soenshein e U. Dholakia, 2011. *Tell Me a Good Story and I May Lend You Money: The Role of Narrative in Peer-to-Peer Lending Decisions*.

3.4 La definizione del fenomeno e dei modelli di business

Il termine peer-to-peer ha origini in ambito informatico,⁸⁰ nel quale è stato utilizzato per descrivere una rete in cui qualsiasi computer potesse agire come client o server per altri computer facenti parte dello stesso network, senza la necessità di doversi connettere ad un server centralizzato che fungesse da intermediario. Allo stesso modo il peer-to-peer lending è un canale di finanziamento che si serve di una piattaforma digitale per permettere l'interazione tra borrowers e lenders, ossia tra coloro che richiedono un prestito e chi ha la disponibilità di finanziarlo, i quali possono entrare a far parte della rete autonomamente e stabilire relazioni peer-to-peer, ossia alla pari.

Il Peer to Peer lending è una forma di lending-based crowdfunding, nella quale ogni mutuatario può richiedere una somma di denaro, nella forma di un prestito non garantito, che può variare da \$1.000 a \$300.000;⁸¹ la piattaforma a fronte della richiesta fornisce una serie di note, che sono vendute ad una platea di investitori, i quali possono finanziare il prestito partendo da un minimo di \$25 per ciascuna nota. Pertanto, i contraenti stipulano un vero e proprio contratto di debito,⁸² tale per cui gli investitori sottoscrivono parti del prestito, ossia piccole porzioni del finanziamento, concedendo una somma di denaro, laddove i mutuatari si impegnano a restituire alla scadenza il finanziamento ricevuto, maggiorato degli interessi maturati al termine del periodo stabilito. Essendo una forma di lending-based crowdfunding, l'investitore ha diritto ad un ritorno economico, nella forma di interesse sul finanziamento concesso, che viene stabilito dalla piattaforma in base al livello di rischio attribuito al mutuatario, che dipende dalla sua solvibilità e dal merito creditizio; di norma, il tasso di interesse per i mutuantanti risulta essere superiore a quello che riceverebbero se investissero i loro risparmi tramite i canali tradizionali del mercato, e per i mutuatari, inferiore rispetto a quello che pagherebbero richiedendo prestiti tradizionali.

In questo contesto, le piattaforme ricoprono un ruolo essenziale: raccolgono le domande di finanziamento da parte dei potenziali debitori, che forniscono informazioni sulla loro identità e sul progetto da finanziare; selezionano i potenziali mutuatari in base al proprio merito creditizio e gli assegnano un punteggio o rating, che sintetizza la probabilità che il prestito

⁸⁰ A. Milne e P. Parboteeah, 2016. *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*. Bruxelles: European Credit Research Institute, p.2.

⁸¹ C. Mariotto, 2016. *Essays on Innovation in Retail Banking*. Thèse de doctorat de l'Université de recherche Paris Sciences et Lettres PSL Research University, p.85.

⁸² M. Bofondi, 2017. *Il Lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*. Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), N. 375, pp. 7-8.

venga ripagato; consentono agli investitori di finanziare anche solo una piccola quota del prestito; gestiscono i flussi di pagamento tra debitori e investitori, direttamente o avvalendosi dei servizi di una società terza; nello svolgimento del ruolo di intermediario utilizzano processi ampiamente standardizzati e automatizzati, prestando servizi quasi esclusivamente per mezzo di canali digitali; vengono remunerate per mezzo di commissioni proporzionali all'importo del debito e dell'ammontare investito.

Tuttavia, nell'espletare queste funzioni, le piattaforme possono adottare modelli di business differenti a causa dei sistemi normativi o dei principi stabiliti dai gruppi di autoregolamentazione, a cui soggiacciono questi intermediari.

1. Client segregated account model: è un modello di prestito P2P in cui gli investitori formulano le loro offerte secondo un meccanismo ad asta,⁸³ e la piattaforma abbina un singolo investitore ad un mutuatario mediante la stipula di un contratto. Tutti i fondi che derivano sia dai finanziatori quando concedono le somme di denaro, sia dai mutuatari quando rimborsano il capitale più gli interessi maturati, sono separati rispetto al bilancio della piattaforma e transitano in un account del cliente legalmente separato, su cui la piattaforma non può rivalersi in caso di fallimento della stessa: questo conto rappresenta una forma di garanzia⁸⁴ per gli investitori, i quali potranno vedere rispettati gli obblighi contrattuali imposti ai debitori anche in caso di default della piattaforma. In questo modello⁸⁵ le piattaforme si finanziano attraverso le commissioni addebitate ad entrambi i lati, in linea con l'analisi teorica in merito alla scelta della struttura di prezzo condotta nel precedente capitolo: i debitori pagano una tariffa definita d'origine, ossia una commissione forfettaria o una percentuale dell'importo ricevuto in prestito, stabilita in base al rating attribuitogli dalla piattaforma, oltre che le tasse

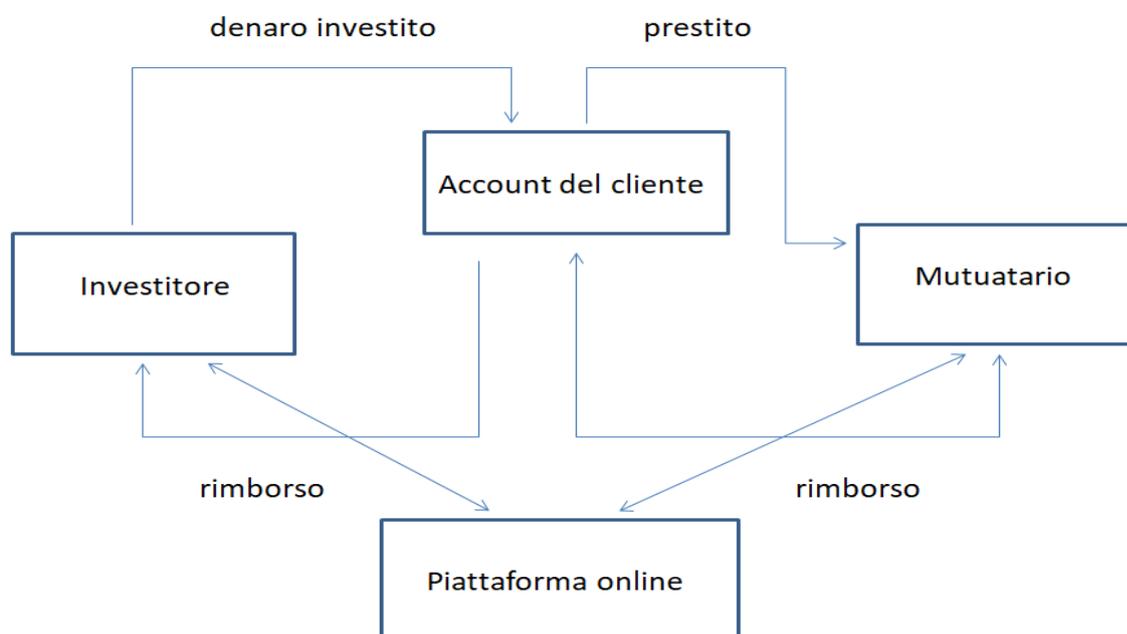
⁸³ Alcune piattaforme prevedono delle opzioni di offerta automatiche, per le quali gli investitori possono proporsi: la piattaforma o il debitore stabiliscono un tasso d'interesse di riferimento e gli investitori indicano la quota di debito che sono disposti a finanziare e il relativo tasso d'interesse in un'asta competitiva. Una volta raggiunto l'ammontare da finanziare il debitore paga una media dei tassi offerti, ponderata per le rispettive quantità. Si veda Pierrakis e Collins, 2013. *Banking on each other. Peer-to-peer lending to business: evidence from Funding Circle*. Nesta, Capitolo 2.

⁸⁴ Si veda il caso di Quackle nel 2011, la piattaforma che ha chiuso durante la notte senza lasciare alcuna informazione sugli obblighi contrattuali dei prestiti erogati.

⁸⁵ Una variante di questo modello è basata sull'adozione di un fondo di investimento, in base al quale i prestatori acquistano quote o azioni in una struttura definita trust, con la piattaforma che funge da trustee che gestisce il fondo. La piattaforma utilizza il fondo per abbinare i mutuatari con gli investitori, gestisce l'amministrazione del prestito e dei rimborsi, ma operando come un trust, è giuridicamente separato dalla piattaforma stessa, evitando così perdite agli investitori, in caso di fallimento della stessa. Un esempio di questo modello di business potrebbe essere Afluenta, con sede in Argentina.

in caso di ritardo nella restituzione del prestito; i creditori pagano, invece, una commissione amministrativa a seconda del tipo di piattaforma utilizzato ed una aggiuntiva nel caso in cui scegliessero di utilizzare qualsiasi servizio automatizzato fornito dall'intermediario. Tutte queste commissioni servono per "pagare" l'attività di servicing svolta dalle piattaforme, ossia la riscossione delle rate dei prestiti restituiti dai debitori e gli assessments preliminari sulla solvibilità dei mutuatari, così come la copertura dei costi generali di business. Il suddetto modello è rappresentato graficamente nella figura 4.

Figura 9: Il Client segregated account model



Fonte: traduzione e adattamento da E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 17

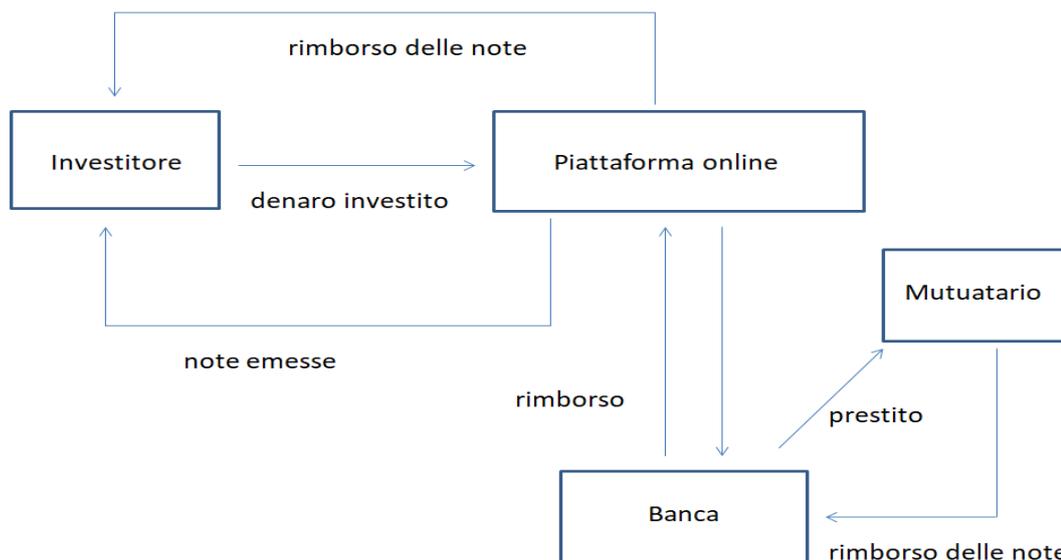
2. **Notary model:** in questo modello la piattaforma svolge il consueto ruolo di abbinare mutuatari ed investitori, con la differenza che l'attività di dare origine al prestito, una volta raccolta la quantità di denaro richiesta, è svolta non dalla piattaforma ma da una banca esterna. La piattaforma emette, quindi, una nota⁸⁶ al creditore, da cui la denominazione "notary model", per il valore del proprio contributo al prestito, certificato che sposta il rischio di inadempimento del debitore, a carico dei soli creditori, allontanandolo dalle banche terze.⁸⁷ Il suddetto modello è rappresentato graficamente nella figura 5.

⁸⁶ Queste note da molte giurisdizioni sono considerate come garantite. Si vedano Chaffee e Rapp, 2012.

Questo modello è utilizzato negli Stati Uniti da piattaforme come Prosper e Lending Club.

⁸⁷ GAO United States Government Accountability Office, 2011. *Person-to-Person Lending: New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows*, p. 13.

Figura 10: Il Notary model



Fonte: traduzione e adattamento da E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 18

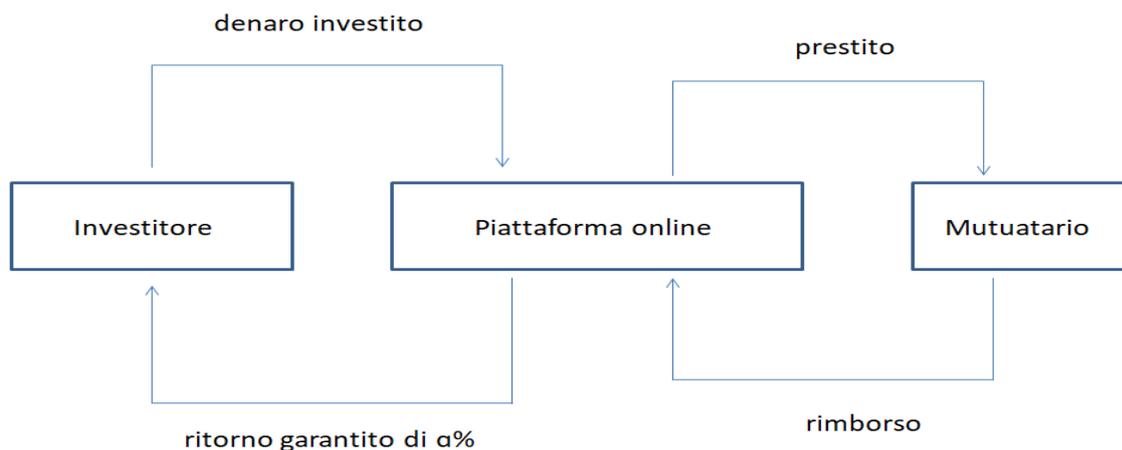
3. **"Guaranteed" return model:** questo modello consente ai finanziatori di investire in prestiti peer-to-peer, attraverso la piattaforma intermedia, ad un tasso di rendimento fisso sull'investimento. Una variante di questo modello è definita offline, in quanto incentiva la partecipazione dei mutuatari attraverso l'uso di canali diretti e attraverso tecniche di vendita face to face nella località di questi ultimi; in questo contesto i potenziali debitori vengono valutati offline per il rischio di credito, e una volta che aderiscono alla piattaforma, si genera il consueto processo di erogazione del credito. La peculiarità di questo modello risiede nel fatto che la piattaforma garantisce un ritorno economico ai creditori compreso tra l'8% e il 10%⁸⁸ dell'investimento e per rimanere operativa deve rispettare questi parametri.⁸⁹ Un'ulteriore variante è un modello di restituzione automatica garantita, nel quale il creditore paga in un conto cliente l'importo totale che desidera investire, il quale non maturerà per i primi 14 giorni interessi, ma al 15° giorno produrrà un rendimento del 12%, maggiorato di una commissione; questo rendimento aumenta nel tempo ad un tasso stabilito dalla piattaforma.⁹⁰ Il modello è rappresentato nella figura 6.

⁸⁸ E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, pp. 17-20.

⁸⁹ Questo modello è utilizzato in Cina dalla piattaforma CreditEase, dove è presente una vasta platea di investitori mentre scarseggiano i mutuatari e questo rende necessario attirare attivamente questi agenti economici attraverso canali diretti; la natura offline del modello permette di raggiungere questo scopo: attrarre nuovi mutuatari e contemporaneamente controllare la relativa affidabilità creditizia.

⁹⁰ L'unico esempio di questo modello è costituito da TrustBuddy International.

Figura 11: Il guaranteed return model



Fonte: traduzione e adattamento da E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 19

Dall'analisi appena condotta emerge come tutti questi modelli di business risultino accomunati dall'attività di servicing⁹¹ del debito svolta dalle piattaforme: queste riscuotono le rate del prestito dai debitori, unitamente ad i relativi interessi maturati ed alle commissioni, e rimborsano gli investitori, attività svolta anche in caso di ritardo nei pagamenti.

Ciò che invece le differenzia è la gestione dei flussi di pagamento, ossia l'erogazione del credito ai mutuatari una volta che sono stati raccolti tutti i fondi; le due principali modalità di erogazione del credito emergono rispettivamente dai primi due modelli descritti e si differenziano per il grado di rischio assunto dagli investitori. Nel primo modello, il client segregated account, la piattaforma fornisce solo la struttura legale ed operativa necessaria per sottoscrivere i contratti di debito, mentre i fondi sono custoditi in depositi, gli account dei clienti, presso una banca terza, in modo tale che i rischi sopportati dagli investitori in caso di fallimento della piattaforma siano solamente quelli legati al contratto di debito.

Nel secondo modello, il notary model, la piattaforma coinvolge una banca partner nell'erogazione del prestito ai mutuatari e dopo pochi giorni procede all'acquisto di tale prestito, inserendolo nel proprio bilancio. Il credito viene finanziato per mezzo dell'emissione di titoli di debito, che rappresentano una passività della piattaforma, il cui rendimento dipende dal pagamento delle rate da parte dei mutuatari. In questo modello i finanziatori sopportano non solo i rischi legati all'inadempimento del contratto di debito da parte dei debitori, ma anche i rischi legati ad un eventuale fallimento della piattaforma.⁹²

⁹¹ M. Bofondi, 2017. *Il Lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*. Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), N. 375, p. 10.

⁹² Questo modello è utilizzato dalle piattaforme Americane, talvolta per eludere vincoli imposti dalla regolamentazione, come la necessità di dotarsi di una licenza per l'erogazione del credito.

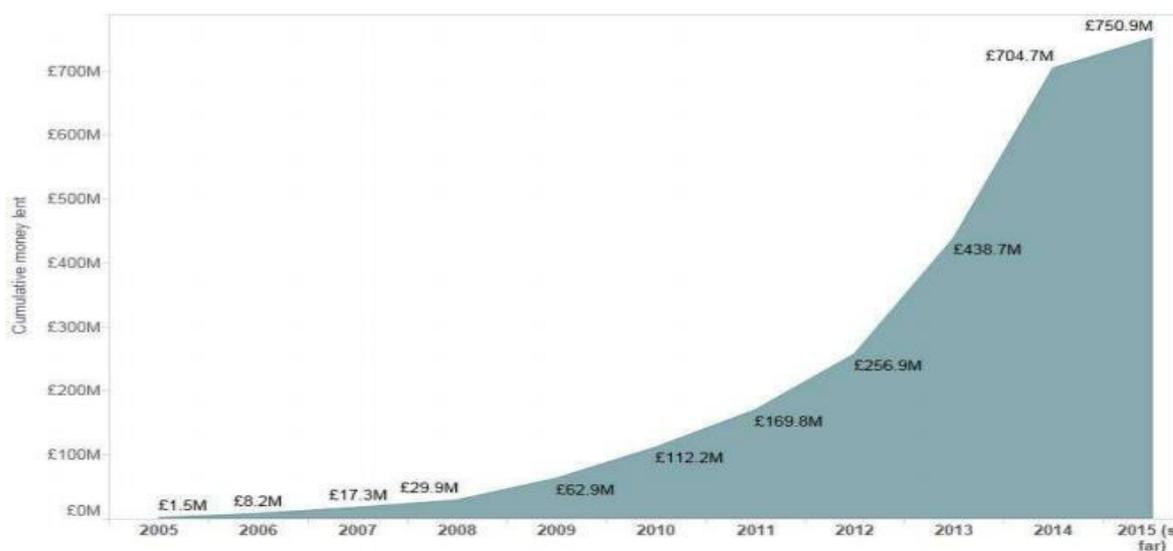
3.5 I principali player operanti a livello mondiale

3.5.1 Le piattaforme nel Regno Unito

Il Regno Unito e gli Stati Uniti possono essere considerati i first mover nell'ambito della diffusione delle piattaforme P2P, seguiti dagli early follower dell'Europa continentale, come Germania e Francia, dell'Asia, come la Cina, e dai late entrant rappresentati dai paesi del Mediterraneo, come l'Italia, che sarà oggetto d'analisi nel capitolo 4.

La piattaforma storica adibita al prestito tra privati è Zopa, acronimo di Zone of Possible Agreement, che è una società nata nel 2005 nel Regno Unito grazie all'idea dei fondatori di Egg, una delle più popolari banche online britanniche e finanziata dagli stessi investitori di Skype ed e-Bay. Come riporta il suo sito web,⁹³ nel 2016 la piattaforma ha concesso crediti a circa 114.000 richiedenti, per un ammontare complessivo di £1.4 miliardi rispetto ai £750,9 milioni dell'anno precedente, grazie ad una platea di 53.000 investitori.

Figura 12: Volume complessivo del credito concesso dalla piattaforma inglese ZOPA dal 2005 al 2015



Fonte: Zopa 2015. Zopa celebrates 10th anniversary by lending over £750 million in P2P loans

I mutuatari che scelgono di rivolgersi a Zopa per ottenere fondi devono possedere una serie di requisiti indispensabili per la registrazione a questa piattaforma, definiti criteri di eleggibilità, quali avere almeno 20 anni di età, risiedere nel Regno unito da almeno tre anni, essere titolare di un flusso di reddito da lavoro o da pensione pari ad almeno £12.000 l'anno, e avere una storia creditizia irreprensibile alle spalle. I potenziali debitori possono chiedere un prestito per un ammontare compreso tra £1.000 e £25.000, per una durata da uno a cinque anni, e la

⁹³ Zopa, 2016. Si consulti il sito: <http://www.zopa.com/>

piattaforma specifica quali possono essere le finalità del prestito personale, in modo che i mutuatari possano indicarne una nella richiesta: carte di credito, ristrutturazione del debito, ristrutturazioni immobiliari, acquisto di un'automobile, spese matrimoniali ed altre finalità.

Per quanto riguarda il lato dei debitori, sebbene Zopa sia nata come piattaforma che conceda prestiti esclusivamente ai privati, nel 2013 ha ampliato la gamma di utenti serviti ammettendo anche le imprese individuali, che fossero in attività da almeno 2 anni e con sede legale nel Regno Unito, il cui amministratore avesse compiuto almeno 20 anni d'età; i finanziamenti richiesti da tali imprese possono ammontare ad un massimo di £25.000 e già alla fine dell'anno successivo a questa apertura, ammontavano a circa un milione di sterline.⁹⁴

Per quanto riguarda gli investitori, devono essere maggiorenni, residenti nel Regno Unito e titolari di un conto corrente presso una banca britannica; la piattaforma permette un investimento senza limiti, tranne che ciascun finanziamento non debba eccedere le £10.⁹⁵

Il ruolo della piattaforma nel processo di erogazione di prestiti non garantiti, prevede una rigorosa fase iniziale di verifica delle informazioni personali e reddituali che il debitore è tenuto a fornire, quali attività lavorativa, possesso di beni immobili, la performance nei pagamenti; il controllo di quest'ultima informazione fornita, in particolare, avviene grazie al credit bureau Equifax⁹⁶ e si esplica nel rilascio di un credit score, basato su un modello del tipo FICO,⁹⁷ che elabora le informazioni raccolte da Equifax, Experian e Call Credit concernenti la storia dei pagamenti del richiedente, il debito già in essere verso altri finanziatori, la durata delle relazioni creditizie. Per mezzo di questo score, la piattaforma è in grado di valutare in breve tempo la fattibilità della nuova richiesta di finanziamento ed in caso positivo, di assegnare al richiedente una classe di rating (A+, A, B, C, D, E ed S per gli imprenditori individuali), in modo tale da permettere un'allocazione automatizzata dell'offerta alle richieste compatibili, in termini di classe di mercato e durata del prestito.

Zopa, inoltre, stabilisce un tasso di interesse annuale in base alle condizioni offerte dai finanziatori tradizionali, tenendo in considerazione la perdita attesa del debitore, e dalle offerte di finanziamento presenti nella piattaforma; il debitore, sulla base del contratto di prestito che lo lega al creditore, si impegna a restituire la quota capitale ricevuta maggiorata

⁹⁴ Zopa, 2015. *Zopa Celebrates 10th Anniversary by Lending Over £750 Million in P2P*.

⁹⁵ Zopa per mitigare il rischio, impone la diversificazione, negando a ciascun creditore la possibilità di prestare ad una sola controparte un importo superiore al 2% della somma offerta, distribuito in contratti unitari di £10.

⁹⁶ Zopa, 2005. *An Intro to Zopa and Credit Scoring*.

⁹⁷ FICO è un acronimo di Fair Isaac Corporation, creatori del modello. E. Mays, 2001. *The Handbook of Credit Scoring*. Chicago: Glenlake Publishing Company.

degli interessi maturati attraverso il pagamento di rate mensili costanti, avendo tuttavia la possibilità di estinguere anticipatamente il prestito senza spese aggiuntive.

Il modello di business adottato da questa piattaforma è il client segregated account,⁹⁸ dal momento che il conto dei suoi clienti non rientra tra gli assets di Zopa, la quale si serve pertanto dell'intermediazione della Royal Bank of Scotland, che custodisce le somme che sono in attesa di essere prestate. Inoltre, in caso di inadempimento superiore a 4 mesi⁹⁹ da parte del debitore, Zopa si avvale del fondo Safeguard, che è stato istituito nel 2013 nella forma giuridica del trust ed è controllato da P2PS Limited, una organizzazione no-profit specializzata nel recupero dei crediti nati sulle piattaforme peer to peer.

Il modello appena descritto, ha consentito a questa piattaforma di registrare dal 2005 ad oggi, un tasso medio di default pari allo 0,2%, inferiore alla media del settore finanziario inglese, caratterizzata da un range di default pari a 0.15 – 2.6%.

Figura 13: Tassi di default delle piattaforme P2P confrontati con il tasso medio del mercato finanziario di riferimento

Piattaforma	Tasso di Default	Tasso di default medio nello Stato	Stato di operatività
Prosper	7.0%	3.76%*	USA
Lending Club	4.3%	3.76%*	USA
Auxmoney	2.6%	1%***	Germania
<u>CreditEase</u>	2.0%	1%°	Cina
<u>Funding Circle</u>	1.5%	0.15 – 2.6%**	UK
<u>Afluenta</u>	1.3%	1.5%^	Argentina
<u>RateSetter</u>	0.3%	0.15 – 2.6%**	UK
Zopa	0.2%	0.15 – 2.6%**	UK

Fonte: E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, p. 24.

I dati sono ricavati dai tassi di default rilevati sulle piattaforme citate:

* Tasso di default per tutti i prestiti come riportato dalla Federal Reserve a Marzo 2013

** Range di default per tutti i prestiti come riportato dalla Bank of England a Luglio 2013

*** Tasso di default per tutti i prestiti come riportato dalla Bundesbank nel 2013

^ Tasso di default per tutti i prestiti come riportato dalla World Bank nel 2012

° Tasso di default per tutti i prestiti come riportato dalla CBRC nel 2014.

⁹⁸ G. Borello et al., 2014. *Le piattaforme di financial return crowdfunding nell'Unione Europea*. Bncaria, N.12.

⁹⁹ Questa soglia, secondo i criteri della piattaforma, prelude allo stato di default. In caso di inadempienza per un periodo di tempo inferiore, Zopa ricorre ad agenzie specializzate in riscossione dei pagamenti tardivi.

Un'ulteriore piattaforma inglese è RateSetter, che è stata lanciata nel 2010 e si distingue dagli altri intermediari P2P, in quanto offre finanziamenti a tutte e tre le principali categorie di mutuatari: i consumatori privati, le piccole e medie imprese, e coloro che necessitano di prestiti garantiti sulla proprietà. RateSetter differisce dalle altre piattaforme anche perché non prevede una classificazione basata sui rating dei debitori, ma accetta solo quelli che definisce "prime": i tassi di interesse sono pertanto calcolati non in base al merito creditizio dei potenziali mutuatari, ma in base alla durata del prestito. Come Zopa, questa piattaforma utilizza il modello di business client segregated account,¹⁰⁰ in quanto si serve di un Trust Account, depositato presso la Barclays Bank, che funge da patrimonio separato nel quale gli investitori trasferiscono i fondi dal proprio conto. Infine, analogamente alla precedente piattaforma, RateSetter offre un fondo di "accantonamento", il Provision Fund, per tutelare i creditori dal rischio di insolvenza dei debitori ed è finanziato grazie alle commissioni versate dai mutuatari in percentuale del prestito ottenuto. Infine, Funding Circle è stata la prima piattaforma con sede nel Regno Unito a concentrarsi sui finanziamenti aziendali, ovvero grazie ai quali i risparmiatori privati possono prestare fondi direttamente alle piccole imprese, attraverso un mercato online, definito il peer-to-business. Il modello di business adottato da questa piattaforma è simile a quello delle precedenti, prevedendo un processo di controllo dei mutuatari tramite Experian e di classifica nelle classi di rating usuali.¹⁰¹

Nella tabella sottostante sono riportati i volumi di prestiti erogati dalle piattaforme, mostrando che Zopa, Funding Circle e RateSetter sono i players dominanti nel mercato inglese con volumi dei prestiti erogati in notevole crescita.

Figura 14: Volumi delle principali piattaforme UK suddivisi per trimestre

	T3 2015	T4 2015	T1 2016	T2 2016
Zopa	1.081.228.000	1.236.813.000	1.401.415.000	1.555.972.000
Funding Circle	844.270.000	1.007.208.000	1.189.770.000	1.341.573.000
RateSetter	808.523.000	962.039.000	1.124.328.000	1.277.189.000
MarketInvoice	427.538.000	510.396.000	587.572.000	671.563.000
Lendinvest	420.731.000	496.243.000	611.432.000	699.544.000
Thincats	130.765.000	146.540.000	161.975.000	183.700.000
LendingWorks	14.304.000	18.774.000	25.092.000	29.959.000
Totale	3.738.603.000	4.398.635.000	5.138.902.000	5.802.165.000

Fonte: Peer to Peer Finance Association, 2016. I dati sono rilevati sulle principali piattaforme inglesi dal terzo trimestre del 2015 al secondo trimestre del 2016.

¹⁰⁰ U. Filotto, 2016. *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*. Banca e Mercati, Bancaria Editrice, pp.30-33.

¹⁰¹ A. Milne e P. Parboteeah, 2016. *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*. European Credit Research Institute, No.17, pp. 12-13.

3.5.2 Gli Stati Uniti: Prosper e LendingClub

Gli Stati Uniti, insieme al Regno Unito, sono stati i pionieri nello sviluppo del peer-to-peer lending, sebbene la terminologia utilizzata dagli Americani sia quella di marketplace lending,¹⁰² ossia prestito basato sul mercato, e si caratterizza rispetto al mercato inglese per essere molto più focalizzato sul credito al consumo.

Prosper è la prima piattaforma nata negli Stati Uniti, fondata all'inizio del 2006 da Chris Larsen,¹⁰³ nel 2015 conta circa 2 milioni di iscritti e \$2.5 miliardi¹⁰⁴ di prestiti, erogati a favore di privati-consumatori e per rifinanziare i prestiti agli studenti.

I mutuatari, come per Zopa, devono rispettare determinati requisiti d'accesso, ovvero essere residenti negli USA e possedere un conto corrente bancario, in modo tale da poter richiedere un finanziamento di ammontare compreso tra \$2.000 e \$35.000, per una durata di 3 o 5 anni.

La piattaforma per classificare le richieste di prestito si serve di due credit score: uno viene elaborato internamente facendo riferimento alle passate performance di finanziamenti aventi caratteristiche simili, e l'altro viene fornito dal credit bureau Experian, che utilizza il metodo FICO; in tal modo ai mutuatari vengono assegnate delle classi di rating (AA, A, B, C, D, E, HR) ed uno specifico tasso di rendimento atteso, che varia da un minimo del 4.99% ad un massimo del 13.48%, come illustrato nella figura 15.

Figura 15: Il rendimento stimato suddiviso per classi di rating della piattaforma americana Prosper

Rating	AA	A	B	C	D	E	HR	Rendimento Totale
Rendimento stimato*	4.99%	5.22%	5.77%	7.78%	11.49%	13.48%	11.74%	7.33%

*I rendimenti stimati sono calcolati prendendo (i) il tasso di interesse medio ponderato del mutuatario per tutti i prestiti originati durante il periodo, aggiungendo (ii) le commissioni tardive riscosse stimati e il recupero del capitale post charge-off per tali prestiti e sottraendo (iii) la commissione di servizio, interessi stimati non riscossi su compensi e perdita capitale stimata in caso di estinzione di tali prestiti.
Analisi basata su dati dal 1 maggio 2018 al 31 maggio 2018.

Fonte: Adattamento e traduzione da Prosper Web Site 2018

Prosper, inoltre, utilizza come modello di business il notary model, a differenza delle piattaforme inglesi, in quanto i finanziatori sono giuridicamente qualificati come investitori dal momento che investono in certificati, le note, emessi per l'acquisto dei prestiti originati dalla WebBank e ceduti dalla stessa allo Special Purpose Vehicle, creato da Prosper, che ne cura l'attività di servicing.

¹⁰²US Treasury, 2016, Wardrop et al, 2016 forniscono una descrizione del market place lending negli Stati Uniti.

¹⁰³ E' stato l'ideatore di E-Loan, tra i più popolari mortgage broker online statunitensi.

¹⁰⁴ <http://finovate.com/prospers-growth-history-4-billion-in-loan-originations-since-launch>

A differenza delle piattaforme Europee, quelle Americane non prevedono l'istituzione di fondi di garanzia per mitigare il rischio degli investitori, i quali ricevono prestiti che non sono assistiti da garanzie; pertanto, oltre a migliorare la valutazione dell'affidabilità creditizia dei mutuatari grazie ai credit report forniti dalle banche e altri istituti di credito, Prosper incoraggia la formazione di community di debitori, all'interno dei quali se tutti i componenti sono in grado di rimborsare il prestito nei tempi e alle condizioni stabilite, la reputazione del gruppo aumenta e ciò contribuisce ad aumentare il credit score assegnato dalla piattaforma a ciascuno di essi.¹⁰⁵

Un secondo player si è affacciato sul mercato statunitense nel 2007: LendingClub è stato fondato da Renaud Laplanche, un economista esperto di software ad elevato contenuto tecnologico ed oggi rappresenta la prima piattaforma a livello mondiale con finanziamenti concessi per un ammontare di \$9 miliardi per oltre 550 mila prestiti,¹⁰⁶ al punto che è stata resa pubblica attraverso una Offerta Pubblica Iniziale (IPO), lanciata nel 2014, sulla Borsa di New York. Anche questa piattaforma utilizza il notary model, secondo cui i finanziatori investono in note di prestiti individuali con un investimento minimo di \$25, concedendo finanziamenti sia ai consumatori,¹⁰⁷ sia alle piccole imprese, che originano dalla WebBank, come nel caso di Prosper, o dalla Cross River Bank.

La valutazione del rischio di credito è condotta attraverso un modello che integra i dati forniti dalla metodologia FICO, con valutazioni che riguardano l'attività lavorativa del debitore e dati comportamentali relativi alle transazioni intrattenute con imprese terze. Al termine della valutazione viene attribuita al debitore una sottoclasse di rischio iniziale da 1 a 5 che viene poi adeguata in base alla durata del prestito e all'ammontare richiesto, in una classe di rating finale, dalla A alla G, alla quale viene assegnato un intervallo di tassi di interesse.¹⁰⁸

¹⁰⁵ A. Carignani, V. Gemmo, 2007. Prestiti peer-to-peer: modelli di business e strategie. Working Paper, Credito Popolare, vol.14, n.3-4, p. 417.

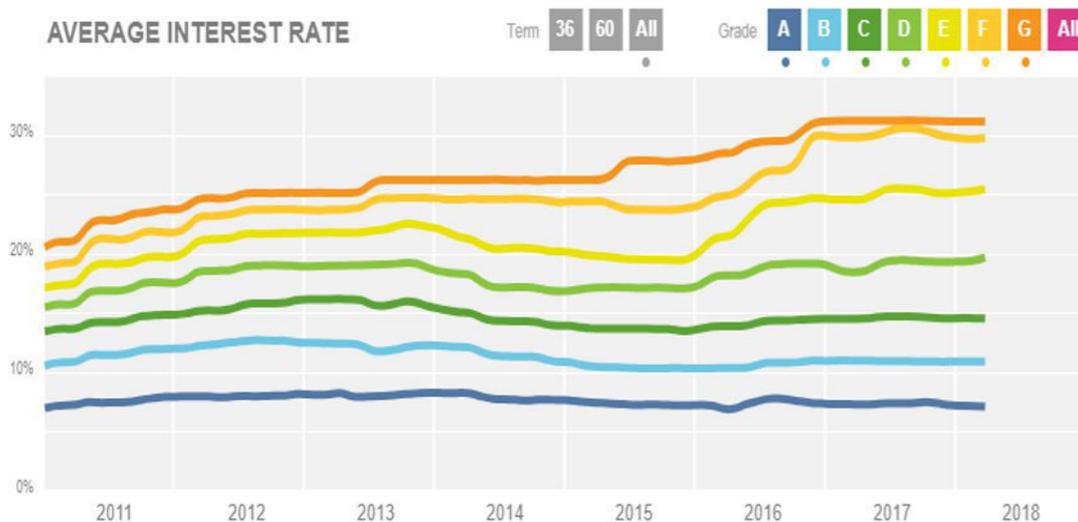
¹⁰⁶ <https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>

¹⁰⁷ I prestiti si sono articolati in: prestiti personali, che rappresentano oltre il 70% dell'attività di Lending Club, prestiti personali superprime, disponibili solo per una clientela con un elevato merito creditizio, prestiti per la formazione e cure personali/sanitarie, e prestiti per le piccole e medie imprese, per importi compresi tra \$15 mila e \$300 mila.

¹⁰⁸ U. Filotto, 2016. *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*. Banca e Mercati, Bancaria Editrice, pp.33-40.

La figura 16 mostra i tassi di interesse medi per tutte le classi di rating attribuite ai prestiti attivi sulla piattaforma, i quali variano da un minimo dell'8% per la classe meno rischiosa A ad un massimo del 30% per la classe più rischiosa G.

Figura 16: Tasso di interesse medio per classi di rating della piattaforma americana LendingClub



Fonte: LendingClub Web Site 2018

Entrambe le piattaforme, come appena visto, adottano lo stesso metodo di selezione per i mutuatari,¹⁰⁹ tuttavia il punteggio di credito minimo richiesto dalla prima è leggermente superiore a quello della seconda, ossia un punteggio FICO di 660 per LendingClub rispetto ad uno di 640 richiesto da Prosper. Viceversa, dal lato degli investitori, le due piattaforme hanno requisiti leggermente diversi: LendingClub impone un reddito lordo minimo di \$70.000 ed un patrimonio netto di \$70.000 per tutti i creditori, mentre Prosper solo per quei prestatori che sono residenti negli Stati con requisiti di idoneità.¹¹⁰

¹⁰⁹ Qualsiasi residente degli Stati Uniti di età pari o superiore a 18 anni, con un conto corrente bancario statunitense ed un codice fiscale può richiedere un prestito online, a condizione che la piattaforma sia autorizzata nel suo stato: per i mutuatari, LendingClub è ammessa in 49 Stati mentre Prosper in 47; per gli investitori la prima è aperta in 45 stati, la seconda in 32.

¹¹⁰ Alaska, Idaho, Missouri, Nevada, New Hampshire, Virginia e Washington richiedono dei requisiti di idoneità di \$70.000 di reddito lordo e \$70.000 di patrimonio netto e gli investitori nel peer-to-peer lending non possono investire più del 10% del loro patrimonio netto.

3.5.3 L'Unione Europea

Il Regno Unito è il leader indiscusso nel mondo dei canali di finanziamento alternativi nell'Unione Europea: nel 2014, €2,9 miliardi rappresentano le dimensioni dell'intero mercato della finanza alternativa nell'UE, di cui solo €620 milioni¹¹¹ derivano da piattaforme al di fuori del Regno Unito, con sede soprattutto in Germania, Francia, Svezia e Italia.¹¹²

Auxmoney è una piattaforma tedesca, nata nel 2007 da fondatori provenienti dal mondo della finanza d'impresa e da quello del business online; essa ha raggiunto un volume di prestiti finanziati di circa €250 milioni, a fronte di oltre 50 mila investitori privati ed 1 milione di iscritti alla piattaforma, che le hanno permesso di guadagnare una quota di mercato del 75% del mercato tedesco del crowdfunding.

Fra i principali player europei, Auxmoney è l'unico intermediario ad aver adottato il modello di business notary per finanziare consumatori, studenti, lavoratori autonomi e professionisti tedeschi, i cui requisiti di ammissione prevedono che il richiedente abbia un'età compresa tra 18 e 70 anni, sia residente in Germania ed abbia un rapporto di deposito con una banca tedesca. La richiesta di finanziamento deve essere compresa tra €1.000 e €25.000, per una durata compresa tra 12 e 60 mesi e gli stessi investitori possono accedere al portale presentando il progetto per cui vogliono un finanziamento.¹¹³

La piattaforma per verificare l'identità del debitore, il reddito ed il merito creditizio, si avvale rispettivamente delle informazioni fornite da Deutsche Telekom e dalle banche partner, in modo tale da attribuire uno score automatizzato articolato in 8 classi, dalla AAA alla X, ed il tasso di interesse per ciascuna classe.

Per quanto riguarda i finanziatori, per poter investire devono aprire un conto online presso la banca di investimento BIW AG, secondo il notary model, e risultano tutelati dal fondo di salvaguardia dei depositanti dell'associazione delle banche tedesche; inoltre, l'investitore può decidere se selezionare individualmente i progetti o affidarsi ad un'allocazione automatizzata attraverso l'opzione di portfolio building offerta dalla stessa piattaforma, a partire da un minimo di €25.¹¹⁴

¹¹¹ Wardrop et al., 2015. *Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report*. <http://www.jbs.cam.ac.uk/index.php?id=6481#.VwGcZ-LhDIU>

¹¹² Per una discussione in riferimento alle piattaforme attive in Italia si rimanda al capitolo 4.

¹¹³ I mutuatari possono richiedere: prestiti personali per finanziare mutui ipotecari, credito al consumo, finanziamenti per lavoratori autonomi e piccole imprese, anticipazione di contanti, finanziamenti per debitori con informazioni creditizie negative.

¹¹⁴ N. Barasinska, D. Schäfer, 2014. *Is Crowdfunding Different? Evidence on the Relation between Gender and Funding Success from a German Peer-to-Peer Lending Platform*. *German Economic Review*, Vol.15, No.4.

Il secondo ed unico operatore europeo autorizzato dalla Banca di Francia ad operare in questo paese è Prêt d'union, nato nel 2009 ma autorizzato nel 2011 come banca ad esercitare i servizi di investimento, quali ricezione e trasmissione di ordini, consulenza e collocamento di investimenti non garantiti su strumenti di debito. Il target dei finanziamenti è costituito esclusivamente dai consumatori, i quali possono ricevere prestiti in un range compreso tra €3.000 e €40.000, nella forma di finanziamento per l'acquisto di mezzi di trasporto, per progetti personali, per ristrutturazione immobiliare o per viaggi.¹¹⁵

I requisiti di ammissione per i debitori prevedono che essi debbano avere almeno 18 e massimo 70 anni, essere residenti nella Francia metropolitana, possedere un reddito stabile, e non essere iscritti né nel servizio di centralizzazione dei rischi per il credito al consumo, né in quello delle emissioni irregolari di assegni, istituti entrambi gestiti dalla Banca di Francia.

Il modello di business adottato da questa piattaforma è il client segregated account, dal momento che gli investitori finanziano i privati attraverso la sottoscrizione di quote di fondi comuni di investimento; in questo contesto i requisiti di ammissibilità prevedono che i finanziatori possano essere sia persone fisiche¹¹⁶ che persone giuridiche, le prime purché intestatari di un conto corrente bancario all'interno della Comunità Europea.

Prêt d'union si avvale dei servizi offerti da Experian per valutare il merito creditizio, mentre per prevenire il rischio di inadempimento prevede per i debitori la possibilità di stipulare polizze vita e danni facoltative, fornite in modo esclusivo dalla piattaforma, che potranno essere sottoscritte insieme al contratto di finanziamento; infine essendo la piattaforma autorizzata ad operare come banca, i depositi effettuati dagli investitori e non investiti, sono garantiti dal Fond de Garantie des Dépôts e de Résolution.

Un ultimo esempio europeo si rileva dall'analisi del mercato Nord-Europeo per la presenza della piattaforma scandinava Trustbuddy, nata nel 2009 in Norvegia come piattaforma online

¹¹⁵ U. Filotto, 2016. *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*. Banca e Mercati, Bancaria Editrice, pp.43-44.

¹¹⁶ I finanziatori devono appartenere alla categoria degli investitori professionisti secondo la definizione dell'Autorité des Marchés Financiers; una persona fisica può essere definita un investitore professionista quando ricorrono almeno 2 delle 3 condizioni:

- essere un investitore attivo sui mercati mobiliari per conto proprio o conto terzi;
- aver lavorato per almeno un anno nell'ambito della finanza d'impresa, della finanza di mercato, di banche o imprese di assicurazione;
- disporre di un patrimonio investito in attività finanziarie pari ad almeno €500.000.

Per poter investire i finanziatori devono aprire un conto online di investimento presso la piattaforma, trasferendo un importo minimo di €1.000 e presentare la domanda che attesti i requisiti soggettivi: è pertanto il finanziatore che richiede all'Autorité di essere classificato come investitore professionista.

di mediazione nei finanziamenti ai consumatori. La peculiarità di questa piattaforma rispetto alle precedenti riguarda l'orientamento internazionale della sua attività, dal momento che opera in sei mercati europei, Svezia, Danimarca, Finlandia, Polonia e Regno Unito, ed è stata la prima ad essersi quotata in Borsa sul mercato alternativo NASDAQ OMX FIRST NORTH nel 2011. Oggi la sede principale è a Stoccolma, dove Trustbuddy International è a capo di un gruppo di portali¹¹⁷ di crowdfunding che finanziano privati e piccole e medie imprese; la sola attività verso i consumatori è svolta tramite Trustbuddy, autorizzato dalla Autorità di controllo svedese, come intermediario finanziario che esercita l'attività di mediazione nei finanziamenti. I requisiti di ammissibilità per un debitore che intende finanziarsi a livello internazionale prevedono in primo luogo la cittadinanza inglese, ma sono ammessi anche debitori aventi la cittadinanza in uno degli altri 6 paesi in cui opera la piattaforma; questi devono avere almeno 20 anni, essere intestatari di un contratto di telefonia mobile, essere in possesso di un codice di identificazione per la conclusione di contratti online ed avere accesso al conto online.¹¹⁸

Trustbuddy, inoltre, ha puntato sulla tecnologia come fattore di successo ed ha sviluppato internamente la piattaforma e le applicazioni di mobile banking grazie alle quali è possibile operare sul portale e scambiare informazioni.

Questa piattaforma, inoltre, è l'unica ad aver adottato il modello di business *guaranteed return*, garantendo un rendimento del 12% annuale per alcuni anni, seguito da un ritorno economico migliore rispetto a quello ottenibile investendo in passività bancarie, del 13,4% nel 2010 al 11% nel 2013; i finanziamenti possiedono una durata predeterminata di 30 giorni, ma l'offerta è completamente gratuita se rimborsati entro il 14° giorno.

Trustbuddy, infine, applica criteri molto restrittivi nella selezione dei debitori, per garantire un'elevata qualità: mediamente il 60% delle richieste di finanziamento vengono rifiutate; questo ha permesso alla piattaforma di mantenere un tasso di insolvenza molto basso, al 2%.¹¹⁹

¹¹⁷ Il gruppo di piattaforme online è la Geldvoorelkar e Crowdfunding Society.

¹¹⁸ U. Filotto, 2016. *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*. Banca e Mercati, Bancaria Editrice, pp.43-44.

¹¹⁹ <http://investor.trustbuddy.com>

3.6 La regolamentazione nel settore del P2P Lending

3.6.1 I regimi normativi

Il panorama regolamentare del lending-based crowdfunding risulta fortemente variegato a livello internazionale; Kirby e Worner (2014) individuano cinque regimi normativi diversi che regolamentano queste piattaforme.

1. Non sono soggette ad alcuna forma di regolamentazione, regime che caratterizza i contesti nei quali il mercato del P2P non si è ancora sviluppato oppure è di modesta entità, come nel caso del Brasile, Corea del Sud e Tunisia.

2. Sono sottoposte alle regole ed ai controlli tipici degli intermediari finanziari non bancari, pertanto le piattaforme devono richiedere la registrazione all'Autorità della propria giurisdizione. Questo regime è il più diffuso e prevede che l'attività di intermediazione creditizia possa essere riservata solo a soggetti iscritti in albi e che debba rispettare requisiti specifici di questa attività, come la concessione di licenze necessarie per fornire credito o servizi finanziari.

3. Sono regolamentate come banche, nel caso in cui la piattaforma eserciti l'attività creditizia e non solo di servicing del debito, ossia riscossione delle rate e rimborso ai finanziatori. Questo è il caso della Francia e della Germania, le quali regolamentazioni prevedono che le piattaforme, oltre alla riserva di legge per l'esercizio della propria attività, debbano rispettare i requisiti previsti per l'esercizio dell'attività bancaria.

4. Sono regolamentate a seconda dell'estensione geografica di operatività, come nel modello statunitense dove sono previsti requisiti di accesso ed esercizio dell'attività differenti a seconda che essa operi a livello federale o statale.

5. Sono vietate del tutto da alcune giurisdizioni, come nel caso di Giappone e Israele.

Un'ulteriore forma di regolamentazione potrebbe prevedere che le piattaforme siano regolate come un organismo di investimento collettivo del risparmio¹²⁰ e sottoposte ad i controlli specifici; tuttavia tale scelta normativa non ha ancora trovato applicazione.¹²¹

¹²⁰ Gli organismi di investimento collettivo del risparmio, in Italia sono organismi con forma giuridica variabile che investono, in strumenti finanziari o in altre attività, somme di denaro raccolte tra il pubblico di risparmiatori, operando secondo il principio della ripartizione dei rischi.

Per una definizione delle diverse tipologie di organismi di investimento collettivo, si veda il D. Lgs, 24 febbraio 1998, n. 58: *Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52*. Art.1, comma 1, lett.i.

¹²¹ Trustbuddy International potrebbe qualificarsi come un organismo di investimento collettivo del risparmio, ai fini della regolamentazione, in quanto gestisce attivamente il denaro degli investitori e offre loro una scelta limitata, investendo automaticamente i loro fondi.

3.6.2 I modelli Statunitense ed Europeo

Nell'analizzare i benefici del P2P lending, si è visto come queste piattaforme abbiano rappresentato una soluzione per colmare il vuoto di finanziamento che la crisi globale del 2007 ha portato con sé, in particolare per i consumatori privati e per le piccole e medie imprese (PMI), e come queste rappresentino un rilevante motore di crescita economica.

In tale contesto, si è mosso il Governo degli Stati Uniti che ha cercato di incentivare questa forma di finanziamento, nell'ottica di favorire la crescita economica e la creazione di posti di lavoro, attraverso la concessione di credito in particolare alle PMI: un passo in questa direzione è stato effettuato nel 2012, con l'emanazione del Jump-Start Our Business Start-ups Act, o JOBS Act.¹²² Questa legge ha cercato di porre limiti meno stringenti, anche nella forma di esenzioni, al crowdfunding soprattutto azionario, ma anche lending-based, che riscontra notevoli ostacoli giuridici, soprattutto relativi alle significative spese legali che comporta la registrazione federale di queste piattaforme e dei prestiti emessi.¹²³

Il regime normativo statunitense è articolato su due livelli, quello federale e quello statale, a seconda dell'estensione dell'ambito geografico di operatività della piattaforma; a livello federale, la regolamentazione (Securities Act) prevede che ogni piattaforma debba essere registrata presso la Securities and Exchange Commission (SEC), così come ciascun prestito che viene erogato dalla piattaforma stessa.¹²⁴ Prosper e Lending Club costituiscono esempi di piattaforme soggette a questo tipo di normativa: secondo il notary model, i certificati emessi dalle piattaforme a fronte dei prestiti concessi, sono oggetto di una registration statement presso la SEC, e di ulteriori obblighi informativi, tra cui la predisposizione da parte della piattaforma di una informativa trimestrale attraverso il modello 10-Q e di una annuale con il modello 10-K.

¹²² Il Jobs Act è destinato alle imprese emergenti in crescita, ossia quelle con fatturato aggregato non superiore ad un miliardo di dollari e che prima dell'8 Dicembre 2011 non avevano richiesto l'approvazione di un registration statement alla SEC: tale previsione consente ai mutuatari di effettuare una richiesta di approvazione di natura confidenziale, durante la quale la SEC potrà formulare dei commenti per raggiungere un esito positivo. <https://www.forbes.com/sites/tanyaprive/2012/11/06/inside-the-jobs-act-equity-crowdfunding-2/#433579e94b2e>

¹²³ Secondo Kappel (2009), la registrazione presso la SEC statunitense è più gravosa e costosa rispetto a quella richiesta in altre giurisdizioni.

T. Kappel, 2009. *Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.* Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review 29 (3), pp. 375–385.

¹²⁴ E. Chaffee, G. Rapp, 2012. *Regulating Online Peer-to-Peer Lending in the Aftermath of Dodd–Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry.* Washington and Lee Law Review, Vol. 69 (2), pp. 485-533.

Ciascuna piattaforma, pertanto, soggiace ad obblighi di disclosure, dovendo trasmettere alla SEC e rendere pubblici, i dati relativi al proprio bilancio, al volume di prestiti emessi e alle procedure di registrazione intraprese.

Le piattaforme devono inoltre rispettare anche requisiti regolamentari a livello statale, sostenendo i relativi costi per ottenere l'autorizzazione ad operare in ogni Stato: alcuni stati, come il Texas, hanno vietato tout court la pratica del prestito peer-to-peer, mentre altri hanno imposto delle limitazioni¹²⁵ al tipo di investitori che possono utilizzare le piattaforme per investire i propri risparmi, come per esempio la California.¹²⁶

Infine se una piattaforma intende operare in più Stati, deve effettuare una registration statement in ciascuno di questi separatamente, a meno che la piattaforma non diventi pubblica attraverso un'offerta pubblica iniziale (IPO), strategia perseguita da Lending Club.

Il lending-based crowdfunding è stato oggetto di interesse anche a livello europeo: il Parlamento Europeo nella Risoluzione del 9 Luglio 2015¹²⁷ sulla costruzione di una Unione nel mercato dei capitali ha affermato che "il CMU Action Plan dovrebbe creare un appropriato contesto regolamentare che favorisca l'accesso transfrontaliero alle imprese in cerca di credito, con lo scopo di promuovere la crescita dei modelli finanziari non bancari, compresi il crowdfunding azionario ed il peer-to-peer lending". Dal punto di vista normativo, il Parlamento ha indicato alla Commissione Europea la necessità di semplificare i requisiti normativi, avendo riconosciuto il potenziale di questo canale di finanziamento.¹²⁸

¹²⁵ Le piattaforme hanno a disposizione l'offerta di certificati attraverso il collocamento privato, ma possono essere sottoscritti solo da accredited investors; questi ultimi sono investitori istituzionali e persone fisiche in possesso dei seguenti requisiti:

- un patrimonio superiore a un milione di dollari, al netto del valore dell'abitazione principale;
- negli ultimi due anni fiscali hanno riportato un reddito non inferiore a duecento mila dollari e ci si attende che tale livello sia mantenuto anche nell'anno in corso.

Si veda la Sezione 4 (a)(2) del Securities Act.

¹²⁶ GAO United States Government Accountability Office, 2012. *Person-to-Person Lending: New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows*. P28, fig. 7.

¹²⁷ European Parliament resolution of 9 July 2015 on Building a Capital Markets Union. (2015/2634(RSP)). <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-20150268+0+DOC+XML+V0//EN>.

¹²⁸ European Parliament resolution of 19 January 2016 on stocktaking and challenges of the EU Financial Services Regulation: *impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union*. (2015/2106(INI)).

<http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-20160006&language=EN&ring=A8-2015-0360>.

La Commissione Europea, pertanto, nel Febbraio 2015 ha adottato un Green Paper sulla costruzione di un'Unione nei mercati di capitali, avente lo scopo di definire se vi fossero ostacoli allo sviluppo delle piattaforme di crowdfunding, in particolare quello azionario e di prestito P2P, per regolamentarle in modo appropriato, anche a livello comunitario.¹²⁹

Al termine di questa prima fase di consultazioni, la Commissione Europea ha emesso una Comunicazione sul crowdfunding, nell'ambito della quale ha dichiarato l'istituzione dello European Crowdfunding Stakeholder Forum e la prosecuzione delle consultazioni con le autorità regolamentari, come la European Banking Authority.

L'EBA (2015) ha rilasciato un parere concernente il peer-to-peer lending, secondo cui in assenza di una regolamentazione specifica a livello comunitario potrebbe trovare applicazione una o più delle seguenti direttive:

- la Direttiva 2013/36/EU sui requisiti patrimoniali;¹³⁰
- il Regolamento europeo n. 575/2013 sui requisiti patrimoniali;¹³¹
- la Direttiva 2007/64/EC sui servizi di pagamento;¹³²
- la Direttiva 2009/110/EU sulla moneta elettronica;¹³³
- la Direttiva 2005/60/EC sull'antiriciclaggio;¹³⁴
- la Direttiva 2008/48/EC sul credito al consumo.

¹²⁹ Coloro i quali hanno risposto alla consultazione del CMU Green Paper, hanno individuato una serie di ostacoli allo sviluppo delle piattaforme di crowdfunding: barriere normative, scarsa disponibilità e qualità delle informazioni, e altri ostacoli, come la mancanza di mercati secondari e barriere a livello fiscale; inoltre, le differenze nelle condizioni di mercato e nelle norme giuridiche tra Stati diversi rendono difficile per gli investitori valutare i rischi transfrontalieri. Un certo numero di intervistati ha chiesto una qualche forma di intervento a livello Europeo, che varia da requisiti soft in modo da migliorare la normativa esistente, all'introduzione di un regime pienamente armonizzato a livello comunitario. European Commission, 2013. *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*. Bruxelles: Consultation Document.

¹³⁰ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa all'accesso all'attività degli enti creditizi e alla vigilanza prudenziale degli enti creditizi e delle imprese di investimento. (Gazzetta Ufficiale L. 176/2013, pp. 338-436).

¹³¹ Regolamento n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento. (G.U. L. 176/2013, pp. 1-337).

¹³² Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno. (Gazzetta Ufficiale L. 319/2007, pp. 1-36).

¹³³ Direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, riguardante l'avvio, l'esercizio e la vigilanza prudenziale dell'attività degli istituti di moneta elettronica. (Gazzetta Ufficiale L. 267/2009, pp.7-17).

¹³⁴ Direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a scopo di riciclaggio dei proventi di attività criminose e di finanziamento del terrorismo. (Gazzetta Ufficiale L. 309/2005, pp. 15-36).

La direttiva e il Regolamento sui requisiti patrimoniali non trovano applicazione, a livello europeo, alle piattaforme in questione,¹³⁵ in quanto alla luce dei modelli di business analizzati, esse non raccolgono risparmio tra il pubblico e non esercitano attività creditizia in maniera prevalente.¹³⁶ L'attività prevalente esercitata dalle piattaforme è quella di servicing del debito, che implica la gestione di moneta e/o dei pagamenti in uno dei seguenti modi: (i) la piattaforma utilizza un istituto di pagamento, terzo rispetto ad essa, per la gestione degli incassi e dei pagamenti; (ii) la piattaforma apre un conto di pagamento a proprio nome che si alimenta in base ai contributi degli investitori e ai pagamenti dei debitori; (iii) la piattaforma è un istituto di pagamento e processa direttamente i flussi in entrata e in uscita. La piattaforma di P2P lending, può in sintesi o prestare indirettamente i servizi di pagamento attraverso un partner autorizzato in qualità di banca, istituto di moneta elettronica o istituto di pagamento, i quali sono autorizzati a svolgere la suddetta attività, oppure ottenere l'autorizzazione per prestare direttamente tali servizi nella qualità di istituto di pagamento.

In tale contesto di operatività, la normativa europea che appare trovare applicazione è la Direttiva 2007/64/EC sui servizi di pagamento, la quale prevede una richiesta di autorizzazione¹³⁷ per poter svolgere l'attività in qualità di istituto di pagamento, dovendo rispettare i requisiti imposti dalla Direttiva,¹³⁸ come le norme sulla dotazione di capitale iniziale, che varia da €20.000 a €125.000 a seconda della natura del servizio di pagamento, e quelle previste in caso di insolvenza dei debitori e di fallimento della piattaforma.¹³⁹

Le piattaforme, inoltre, sono sottoposte anche alla Direttiva sull'antiriciclaggio se i pagamenti effettuati per cassa eccedono i €15.000: l'applicazione di queste norme è particolarmente importante quando la piattaforma non provveda ad effettuare controlli sull'origine dei finanziamenti messi a disposizione dei debitori.

¹³⁵ Per un approfondimento si consultino: European Banking Authority, 2014. *Opinion on matters related to the perimeter of credit institutions*. (EBA/Op/2014/12). EBA, 2014. *Report to the European Commission on the Perimeter of credit institutions established in the member States*.

¹³⁶ Una eccezione è rappresentata da Prêt d'Union, che è autorizzata come banca alla prestazione di servizi di investimento.

¹³⁷ L'art. 26 della Direttiva prevede l'esenzione dall'autorizzazione all'esercizio dei servizi di pagamento nel caso in cui l'ammontare medio mensile delle transazioni eseguite non ecceda €3 milioni; tuttavia se le piattaforme operassero in tale regime di esenzione, potrebbero svolgere la propria attività solo nello Stato di residenza.

¹³⁸ L'autorizzazione ad operare come istituto di pagamento determina il rispetto dei seguenti adempimenti regolamentari in tema di: fondi propri, la cui entità minima dipende dalla classificazione del servizio di pagamento prestato; appropriatezza e solidità dei meccanismi di governance e dei sistemi di controllo interni.

¹³⁹ Si vedano gli art. 5, 7, 8 della Direttiva 2007/64/EC e gli art. 5, 7, 8, 9 della Direttiva 2015/2366 che abrogherà la precedente, con effetti dal 13 Gennaio 2018.

Per definizione, infine, le piattaforme di P2P lending consentono ai privati di reperire finanziamenti a fini di consumo ma non erogano credito ai consumatori, se non come operazione accessoria rispetto alla prestazione di servizi di pagamento;¹⁴⁰ la Direttiva sul credito al consumo non può trovare applicazione secondo la European Banking Authority,¹⁴¹ ma ritiene comunque necessario che la piattaforma ottemperi ad adempimenti di informativa precontrattuale e di comunicazione nei confronti dei consumatori.¹⁴²

Manca ad oggi una regolamentazione comunitaria armonizzata, pertanto alcuni paesi Europei hanno introdotto discipline ad hoc, o provveduto all'applicazione di regole già esistenti, alle piattaforme di lending-based crowdfunding.

Le piattaforme P2P del Regno Unito sono disciplinate dalla Financial Conduct Authority, la quale prevede la concessione di una autorizzazione al sussistere di determinati requisiti patrimoniali relativi all'adeguatezza dei propri fondi, ai sistemi di controllo interni, ai piani di risoluzione in caso di fallimento, alle regole per la distinzione tra patrimonio della piattaforma e quello degli investitori e attività di reporting trimestrale.¹⁴³

La Francia, invece, nel 2014 ha adottato una regolamentazione che prevede una riserva di legge per l'esercizio del P2P a favore di Intermediaries en Financement participatif, per i quali intermediari è previsto l'obbligo di iscrizione in un albo, subordinato alla verifica del possesso di requisiti di professionalità ed alla sottoscrizione di una copertura assicurativa per responsabilità professionale. Gli intermediari iscritti all'albo hanno l'obbligo di trasformazione in istituto di pagamento, o altro soggetto abilitato, nel caso di prestazione di servizi di pagamento.¹⁴⁴

¹⁴⁰ Si veda l'art. 16, comma 3, della Direttiva sui servizi di pagamento.

¹⁴¹ European Banking Authority, 2015. *Opinion of the European Banking Authority on Lending-Based Crowdfunding*. Pp. 24-32.

¹⁴² Si vedano gli art. da 6 a 9 della Direttiva 2005/29/EC riguardante le pratiche commerciali sleali nel mercato europeo, gli art. 4, 5 e 6 della Direttiva 2002/65/EC sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari, e gli art. 3 e 6 della Direttiva 93/13/EEC riguardante clausole contrattuali abusive nei contratti dei consumatori.

¹⁴³ Financial Conduct Authority, 2015. *A Review of the regulatory regime for Crowdfunding and the Promotion of non-readily realisable securities by other media*.

¹⁴⁴ European Commission, 2016. *Crowdfunding in the EU Capital Market Union*. Bruxelles: Commission staff working paper. Appendice 2: Overview of Crowdfunding Regulatory Frameworks in a selection of EU Member States.

Capitolo 4

Il lending-based crowdfunding nel mercato Italiano

4.1 Le Piattaforme P2P operanti in Italia

L'Italia è un paese in cui le piattaforme di peer-to-peer lending hanno cominciato ad operare con qualche anno di ritardo rispetto a quelle degli Stati Uniti e del Regno Unito, pertanto il lending-based crowdfunding non registra ancora una presenza significativa nel mercato italiano, sebbene si registrino notevoli progressi in particolare nell'ultimo triennio di attività.

L'ammontare dei nuovi prestiti concessi dalle principali piattaforme P2P italiane nel 2016 è stato pari a €65 milioni,¹⁴⁵ con un aumento del 524% rispetto ai €10.3 milioni registrati del 2015 sulle stesse piattaforme.¹⁴⁶ Con l'ingresso di importanti players come Lendix, che concede prestiti in particolare alle piccole e medie imprese, il peer-to-peer lending italiano ha assunto dimensioni maggiormente rilevanti nel quarto trimestre del 2017: l'ammontare complessivo dei prestiti concessi dalle nove piattaforme che operano in Italia è risultato pari a €111.5 milioni, con un aumento del volume pari al 40.4% rispetto al trimestre precedente e di 267% rispetto al quarto trimestre del 2016. In particolare, l'erogato totale si ripartisce nel modo seguente:¹⁴⁷ 16.8 milioni derivano dai prestiti concessi ai privati dalle quattro piattaforme Prestiamoci, Smartika, Soisy, Younited Credit con una crescita pari al 7% rispetto al trimestre precedente ed al 71% rispetto al quarto trimestre del 2016; 9.8 milioni riguardano il segmento dei prestiti alle imprese concessi dalle piattaforme Borsa del Credito e Lendix, con un progresso del 106% rispetto al trimestre precedente; 84.8 milioni derivano dai prestiti concessi dalle piattaforme CashMe, Fifty, Workinvoice, a fronte della cessione di fatture da parte dei richiedenti, che hanno esigenze legate al capitale circolante.¹⁴⁸

¹⁴⁵ Il dato è fornito dal sito P2PLending, che monitora il peer-to-peer lending in Italia.

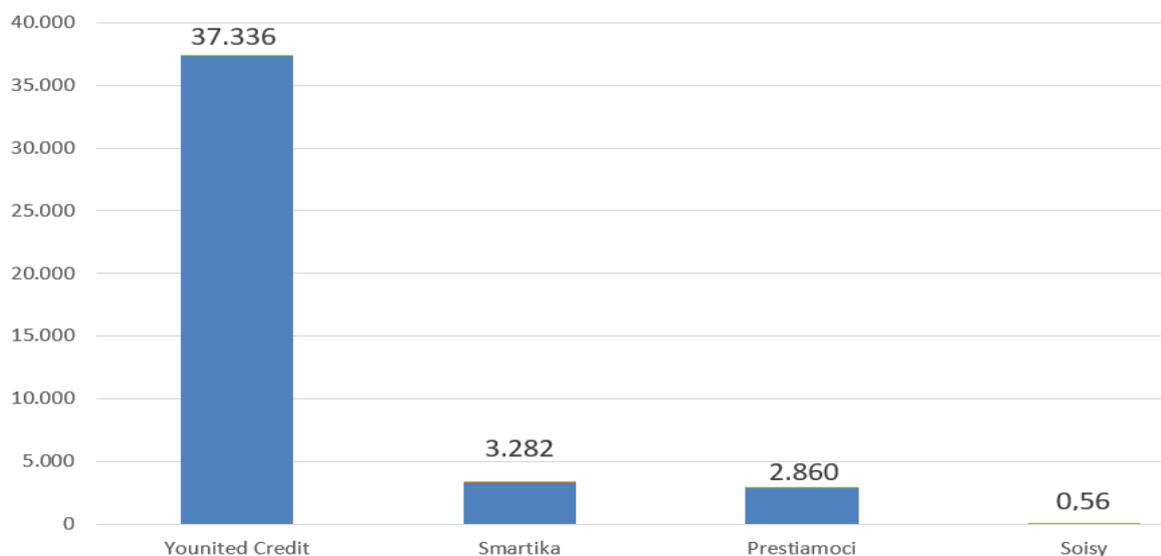
<http://www.p2plendingitalia.com>

¹⁴⁶ I dati sono forniti da AltFi Data, società di analisi affiliata ad Alfi.com, che è un sito di notizie leader a livello mondiale per quanto riguarda le informazioni ed i dati globali relativi al mondo della finanza alternativa; AltFi Data ha costruito un indice, il Lending Returns Index, che misura i rendimenti dei prestiti derivanti dalle piattaforme di P2P nel Regno Unito, che viene applicato anche alle altre piattaforme europee, tra cui quelle italiane. I valori dell'indice sono pubblicati come rendimento annuale e sono calcolati al netto delle commissioni e delle perdite. Per analizzare i rendimenti, si può consultare il sito: <http://www.altfidata.com/marketdata>

¹⁴⁷ I dati sono forniti da P2PLending Italia, consultabili unitamente al dashboard utilizzato ed ai key performance indicators al seguente link: <http://www.p2plendingitalia.com/prestatore/197-balzo-dimensionale-per-il-p2p-lending-italiano-nel-quarto-trimestre-2017>

¹⁴⁸ Le piattaforme definite di invoice trading non saranno oggetto della presente discussione, dal momento che l'investimento non avviene tramite la sottoscrizione di capitale a titolo di prestito.

Figura 17: Valore delle piattaforme di prestito al consumo P2P in Italia da Luglio 2016 a Giugno 2017 (in milioni di euro)



Fonte: Politecnico di Milano, Luglio 2016.

Le piattaforme di lending crowdfunding operative nel mercato italiano sono nove:¹⁴⁹ Prestiamoci, Smartika, Soisy, MotusQuo, BLender, Younited Credit, BorsadelCredito.it, Lendix e Prestacap; di queste, le prime sei erogano prestiti esclusivamente a persone fisiche, segmento definito consumer lending, mentre le ultime tre si rivolgono alle imprese, il cosiddetto business lending.

Smartika è la piattaforma italiana più importante con oltre €18 milioni di finanziamenti concessi dal 2012, grazie ai 5 mila investitori presenti all'interno del portale;¹⁵⁰ la piattaforma opera come istituto di pagamento vigilato dalla Banca d'Italia ed è quindi un operatore finanziario autorizzato, ai sensi del d. lgs. n. 11/2010, a prestare i servizi di pagamento erogati su istruzione del prestatore e dei richiedenti.¹⁵¹

I finanziamenti concessi da Smartika ai privati sono compresi in un range che varia tra €1.000 e €15.000, con scadenze che vanno dai 12 ai 48 mesi; per richiedere un prestito il debitore deve essere maggiorenne e non aver superato 75 anni d'età, risiedere in Italia, essere intestatario di un conto corrente bancario o postale, e deve documentare un reddito stabile derivante da lavoro autonomo, dipendente o pensione. La piattaforma provvede a verificare

¹⁴⁹ I dati sono aggiornati al 30 Giugno 2017.

¹⁵⁰ I promotori di Smartika provengono tutti dal mondo della finanza tradizionale, tra cui il fondatore Maurizio Sella, e da quello delle tecnologie IT; i fondatori sono gli stessi che avevano lanciato in Italia Zopa nel 2009, attraverso il franchising Zopa Italia, piattaforma chiusa dalla Banca d'Italia nello stesso anno a causa dell'esercizio abusivo dell'attività di raccolta di risparmio dal pubblico.

¹⁵¹ Il D.gs. 11/2010 italiano è attuativo della Direttiva Europea 2007/64/EC relativa ai Servizi di Pagamento.

l'identità del debitore, il livello di indebitamento e la performance nei pagamenti, accedendo ai servizi di informazione forniti da Experian; una volta conclusa la valutazione del rischio di credito attraverso le informazioni rese disponibili dalle banche dati, l'intermediario attribuisce una classe di merito creditizio, A+, A, B, C, K.

Il prestito erogato, pertanto, è messo a disposizione del debitore in primo luogo nel conto di pagamento Smartika la cui apertura è gratuita, ed in un secondo momento viene trasferito nel conto corrente bancario o postale del richiedente; i fondi che servono per i rimborsi invece sono versati nei conti intestati ai finanziatori presso Intesa San Paolo, UniCredit o Banca Popolare di Milano. Poichè Smartika adotta il modello di business client segregated account, i fondi rappresentano un patrimonio separato rispetto alla piattaforma, in modo tale da mitigare il rischio in caso di default. Per i mutuatari, gli oneri sono rappresentati dagli interessi, che sono applicati in funzione delle classi di merito creditizio, delle offerte e della durata del finanziamento ricevuto, e dalle commissioni, in percentuale del merito creditizio.¹⁵²

A tutela del rischio di credito degli investitori, da gennaio 2015 Smartika ha costituito e gestisce un fondo, denominato Smartika Lender Protection, che è alimentato con i contributi dei debitori; questo ha contribuito a determinare un tasso di insolvenza pari al 4,26%, relativamente basso se confrontato con il medesimo valore per il mercato italiano per operazioni di credito al consumo pari al 6,2%.¹⁵³

I prestatori che investono risorse finanziarie attraverso Smartika sono persone fisiche con più di 18 anni, residenti in Italia, in possesso di codice fiscale italiano e di un conto corrente intestato in Italia, e operatori professionali, che possono investire fino a €50.000 per finanziare le esigenze di prestito di altri individui. Per investire, il prestatore deve effettuare la registrazione al portale, che determina l'apertura del conto di pagamento, e selezionare l'importo, la durata massima (12, 24, 36 o 48 mesi), ed il rendimento che desidera ottenere. Per rendere l'offerta attiva, è necessario trasferire i fondi dal proprio conto corrente bancario o postale, al conto di pagamento Smartika: la somma che l'investitore desidera prestare viene suddivisa automaticamente in 50 prestiti, destinati a debitori diversi, prevedendo che il contributo minimo non possa essere inferiore a €10. Attraverso il conto di pagamento l'investitore può monitorare l'andamento del proprio investimento: alla scadenza del prestito, egli può decidere se reinvestire le somme rimborsate, attraverso il servizio automatizzato Riprestito Automatico, o trasferire in maniera gratuita la liquidità verso il proprio conto.

¹⁵² La commissione è pari al massimo al 3%, per un importo minimo di €40 che viene dedotto dal finanziamento.

¹⁵³ Banca d'Italia, 2013. Relazione annuale, Roma.

Qualora l'investitore desideri disinvestire prima della scadenza, può cedere il proprio portafoglio ad altri investitori registrati nel portale, che manifestano esigenze di investimento opposte.¹⁵⁴

Il secondo operatore attivo sul mercato italiano è la piattaforma Prestiamoci, che è iscritta dal 2009 come Intermediario Finanziario ex art. 106 del Testo Unico Bancario¹⁵⁵ per attività di concessione di finanziamenti, e dal 2014 come Istituto di Pagamento attraverso la controllata PituPay s.p.a.; questa piattaforma dal 2010 ha raggiunto un totale di finanziamenti concessi pari a €2.5 milioni.

Attraverso Prestiamoci possono finanziare i propri fabbisogni solo le persone fisiche, anche titolari di partita Iva, escludendo in tal modo le imprese; i requisiti di ammissibilità per i debitori prevedono: la cittadinanza italiana, un'età minima di 24 anni e massima di 75 anni, un'anzianità lavorativa di almeno 6 mesi per i lavoratori dipendenti e 24 mesi per i liberi professionisti, la propria anagrafica censita nei credit bureaux utilizzati da Prestiamoci, vale a dire Crif ed Experian, intrattenimento di un rapporto di conto corrente da almeno 6 mesi, ed un numero massimo di nuovi prestiti negli ultimi 6 mesi pari a 2.

Per accedere alla piattaforma, il debitore deve effettuare la registrazione indicando l'importo e la rata del prestito che intende ricevere, che deve essere compresa tra €1.500 e €25.000, i dati anagrafici e personali, la descrizione del progetto per cui richiede fondi, ed inviare i documenti richiesti via mail o fax, attendendo una risposta entro 24 ore.¹⁵⁶

Prestiamoci svolge la valutazione del rischio attraverso modelli interni e servizi di credit bureaux partner, attribuendo la classe di rating che va da A, individui meno rischiosi, a G, individui molto rischiosi, con tassi di rendimento atteso che variano da un minimo di 3,62% ad un massimo di 6,19% come riportano le statistiche presenti sul sito della piattaforma.

¹⁵⁴ Questo servizio è denominato Rientro Rapido, il quale richiede un diritto fisso pari al massimo a €15 ed una commissione massima dell'1%; specularmente, i mutuatari possono subentrare in prestiti con almeno una rata pagata e almeno tre rate ancora da pagare.

¹⁵⁵ D. Lgs 385/1993, Testo Unico Bancario, Titolo V (1): Soggetti operanti nel settore finanziario, art. 106: albo degli intermediari finanziari.

Il comma 1 del presente articolo afferma che: "l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia."

¹⁵⁶ L'eventuale diniego della richiesta sarà censito nelle banche dati; in tal caso il richiedente ha la possibilità di ripresentare la richiesta, decorsi 6 mesi e per un importo inferiore, solo un'altra volta, poiché Prestiamoci permette che ogni individuo possa presentare richiesta di finanziamento solo 2 volte.

Figura 18: I tassi di rendimento attesi suddivisi per classi di prestito della piattaforma italiana Prestiamoci

CLASSI DEI PRESTITI							
	A	B	C	D	E	F	G
RENDIMENTO (TAN per i Richiedenti)	3.90%	4.81%	5.85%	6.57%	7.45%	8.75%	10.35%
TASSO DI PERDITA ATTESO	0.28%	0.54%	0.78%	1.09%	1.65%	2.15%	4.16%
RENDIMENTO ATTESO	3.62%	4.27%	5.07%	5.48%	5.80%	6.60%	6.19%

Fonte: Prestiamoci Web Site 2018

All'esito positivo della valutazione del rischio del debitore, la richiesta è inserita nella piattaforma e sarà visibile per un periodo tra 15 e 30 giorni; Prestiamoci adotta la clausola "All or nothing", pertanto il contratto di prestito sarà sottoscritto esclusivamente al raggiungimento del 100% dell'importo, al quale contribuisce anche Prestiamoci con una sua quota: questa attività di finanziamento ne determina la classificazione come intermediario finanziario ex art. 106 del TUB.

Per divenire prestatore, invece, è necessario registrarsi sul portale: l'investitore riceverà il contratto da sottoscrivere e dovrà mettere a disposizione della piattaforma la provvista su un conto provvisorio intestato a Banca Sella; entro 30 giorni dalla sottoscrizione del contratto egli dovrà aprire il conto dedicato.

L'attività e la crescita di Prestiamoci ha avuto interesse a livello internazionale, tanto che a Novembre 2014 Trustbuddy ha comunicato l'intenzione di acquistare il 100% di Agata s.p.a., società che gestisce il portale Prestiamoci.it, per entrare nel mercato italiano del P2P lending.¹⁵⁷

Una terza importante piattaforma di peer-to-peer lending, si è affacciata sul mercato italiano nel 2015: si tratta di Soisy, startup che ha da poco ottenuto l'autorizzazione da Banca d'Italia ad operare come Istituto di pagamento.

Questa piattaforma è dedicata esclusivamente al prestito tra privati, i quali possono accedere ad una tipologia di investimento particolarmente redditizia rispetto ai tassi di rendimento del mercato; Soisy si distingue dalle altre piattaforme in quanto ha apportato una novità al sistema di social lending: ha previsto la possibilità di aderire ad un sistema di garanzia dei crediti,

¹⁵⁷ U. Filotto, 2016. *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*. Banca e Mercati, Bancaria Editrice, pp.51-59.

denominata Garanzia di Rendimento, che protegge gli investitori dal rischio di default della piattaforma. Tramite questo sistema, l'investitore rinuncia ad una quota dei propri rendimenti attesi, crescente a seconda del rischio del prestatore, e la versa in un fondo di cui beneficeranno tutti i prestatori.¹⁵⁸

Per quanto riguarda invece i prestiti alle imprese, tra i player italiani si contraddistingue BorsadelCredito, operante dal 2015 come Istituto di pagamento autorizzato da Banca d'Italia; questa piattaforma è il primo operatore italiano di peer to peer lending per le PMI e vanta nel 2017 oltre €18,5 milioni finanziati, oltre 360 prestiti erogati e più di 2000 prestatori attivi, che investendo nello strumento messo a disposizione dalla piattaforma hanno ricevuto un rendimento medio superiore al 5% dall'avvio dell'attività.

Infine, la piattaforma Lendix si è affermata come il principale player del lending crowdfunding in Francia e dal 2017 è operativa anche in Italia; Lendix ha complessivamente erogato €95 milioni di finanziamenti alle imprese richiedenti in entrambi i Paesi, dal momento che sulla piattaforma possono partecipare al finanziamento di prestiti a imprese italiane o estere, sia investitori italiani che francesi.¹⁵⁹

Le piattaforme italiane adottano due modelli di business nello svolgimento della propria attività: il modello diffuso e quello diretto.

Il modello diffuso prevede un ruolo attivo della piattaforma sia nel selezionare le richieste di credito fra tutte quelle pervenute, sia nel decidere l'allocazione del capitale investito; in tale contesto i prestatori mettono a disposizione della piattaforma una certa somma di denaro, fornendo alcune indicazioni rispetto all'importo prestabilito, al tasso di interesse atteso ed al grado di rischio che intendono sostenere, in modo da delineare un profilo rischio-rendimento ritenuto soddisfacente.

La piattaforma in un secondo momento alloca automaticamente il denaro fra i progetti ritenuti ammissibili, secondo i criteri indicati dai prestatori; la selezione delle richieste viene svolta tipicamente in due fasi: la prima si basa sull'adozione di criteri standard, mentre la seconda utilizza le banche dati messe a disposizione da provider quali Cerved, Crif, Experian, l'Agenzia delle Entrate, il Ministero dell'Interno, l'IVASS e OAM - Organismo degli Agenti e dei Mediatori.

¹⁵⁸ I rendimenti attesi lordi, secondo il CEO Pietro Cesati, variano dal 6% all'11% e per partecipare al fondo, l'investitore deve rinunciare ad una quota che va dal 2% al 7% del rendimento; questo implica che si tende a un rendimento garantito del 4%, ovviamente nell'ambito della capienza del fondo.

¹⁵⁹ Politecnico di Milano, Luglio 2017. 2° Report Italiano sul Crowdfunding. Milano: Osservatorio di Crowdfunding della School of Management. Pp. 45-48.

I prestatori non hanno quindi la possibilità di scegliere o di sapere ex ante chi sarà il soggetto finanziato, ma possono conoscere la capacità di reddito e le sue caratteristiche principali, quali l'età per le persone fisiche, la residenza, il rischio creditizio, e la regolarità dei pagamenti; i rimborsi del capitale, nonché gli interessi pagati ogni mese, vengono automaticamente reinvestiti, a meno che il prestatore non dia disposizioni diverse.

Il vantaggio di questo modello per il richiedente consiste nella certezza di avere in poco tempo la disponibilità dei fondi, una volta che la pratica è stata accettata, poichè la piattaforma ha già richiesto i fondi ai prestatori. I richiedenti infatti ricevono una proposta dalla piattaforma rispetto al tasso di interesse previsto, che comprende la remunerazione netta per il prestatore, più un margine per la piattaforma e un secondo eventuale margine che va a finanziare un eventuale fondo di sicurezza a tutela dei crediti non rimborsati.

Il modello diretto, invece, consente all'investitore iscritto al portale, di visualizzare in modo trasparente l'identità del richiedente e di scegliere a chi effettivamente prestare denaro, valutando il rapporto fra rischio e tasso di interesse stabilito.

In questo modello, le piattaforme utilizzano criteri analoghi per la valutazione del rischio di credito dei mutuatari, ma si differenziano per il ruolo attivo svolto dai finanziatori nella scelta delle richieste da finanziare.

Questo modello espone ad un rischio di insolvenza più elevato, poichè l'effetto di diversificazione del portafoglio degli investimenti non è effettuato in modo automatico dalla piattaforma; in tale contesto la piattaforma svolge un ruolo marginale, relativo alla pre-selezione dei progetti che verranno pubblicati e resi accessibili agli investitori.¹⁶⁰

Le nove piattaforme attive in Italia, sebbene presentino peculiarità che le differenziano descritte nelle pagine precedenti, utilizzano tutte il modello diffuso, ad eccezione di Lendix, che adotta il modello diretto.

¹⁶⁰ Politecnico di Milano, Luglio 2017. 2° Report Italiano sul Crowdfunding. Milano: Osservatorio di Crowdfunding della School of Management. Pp. 39-40.

4.2 La disciplina giuridica e la normativa Italiana

Nell'ordinamento giuridico italiano non è presente una disciplina ad hoc per il peer-to-peer lending: il fondamento legale di questa attività è rinvenibile nel contratto di mutuo definito dall'art. 1813 del Codice Civile come "il contratto nel quale una parte consegna all'altra una quantità determinata di denaro o di altre cose fungibili, e l'altra si obbliga a restituire altrettante cose della stessa specie o qualità" con l'aggiunta, ai sensi dell'art. 1815 c.c., degli interessi corrisposti dal mutuatario al mutuante.

I primi operatori di lending-based crowdfunding in Italia sono stati inizialmente autorizzati ad operare dalla Banca d'Italia come intermediari finanziari ex art.106 del Testo Unico Bancario,¹⁶¹ tuttavia per alcune piattaforme non sono mancate contestazioni rispetto all'attività operativa svolta. Il prestito di denaro tra privati non si può configurare, infatti, come esercizio professionale dell'attività creditizia, la quale può essere esercitata solo dagli intermediari finanziari autorizzati dalla Banca d'Italia ai sensi del suddetto articolo, bensì come prestito personale non finalizzato.

L'entrata in vigore del D.Lgs. 11/2010, attuativo della Direttiva Europea 2007/64/EC relativa ai Servizi di Pagamento,¹⁶² ha consentito alla Banca d'Italia di definire il contesto normativo di riferimento, ricomprendendo le piattaforme di lending crowdfunding tra gli Istituti di Pagamento,¹⁶³ in tal modo incentivando la creazione di una nuova categoria di operatori, anche provenienti da settori non finanziari, attivi nell'esecuzione di ordini di pagamento.

¹⁶¹ Si veda la nota 178 in merito all'art. 106 del Testo Unico Bancario.

¹⁶² L'art.1 del D. Lgs. 11/2010, al comma 1, lett. b. definisce come servizi di pagamento le seguenti attività:

1) servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 2) servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 3) esecuzione di ordini di pagamento; 7) esecuzione di operazioni di pagamento ove il consenso del pagatore ad eseguire l'operazione di pagamento sia dato mediante un dispositivo di telecomunicazione, digitale o informatico e il pagamento sia effettuato all'operatore del sistema o della rete di telecomunicazioni o digitale o informatica che agisce esclusivamente come intermediario tra l'utilizzatore di servizi di pagamento e il fornitore di beni e servizi.

¹⁶³ Gli Istituti di Pagamento sono normati nell'art. 114 septies del TUB, il quale nel comma 1 afferma che: "la Banca d'Italia iscrive in un apposito albo, consultabile pubblicamente, accessibile sul sito internet ed aggiornato periodicamente, gli istituti di pagamento autorizzati in Italia, con indicazione della tipologia di servizi che sono autorizzati a prestare e i relativi agenti e succursali nonché le succursali degli istituti di pagamento comunitari stabiliti nel territorio della Repubblica." Il comma 3 specifica che "per la prestazione dei servizi di pagamento in Italia gli istituti di pagamento possono avvalersi soltanto degli agenti in attività finanziaria, di cui al decreto legislativo n. 374/1999, nonché degli altri soggetti autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento di cui all'articolo 114-sexies", ossia le banche, gli istituti di moneta elettronica e di pagamento.

Dall'analisi della normativa, emerge infatti come le piattaforme di peer-to-peer lending si possano configurare come istituti di pagamento ai sensi dell'art.1 comma 1, lett.b), numero 7, in quanto nello svolgimento della propria attività eseguono operazione di pagamento attraverso la rete informatica che agisce come intermediario tra mutuatario ed investitori; in quanto istituti di pagamento devono essere autorizzati dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 114 septies, ed iscritti in un apposito albo.

Gli Istituti di Pagamento sono tenuti a rispettare, inoltre, alcune delle disposizioni previste dal Codice Civile, dal TUB, dalla Delibera 1058/2005 del Comitato Interministeriale per il Credito e Risparmio (CICR) e dalle Disposizioni Generali di Vigilanza per gli Istituti di Pagamento emanate dalla Banca d'Italia, rispetto al capitale minimo e patrimonio di vigilanza della società, alla struttura organizzativa con i relativi controlli, ed ai requisiti di professionalità, onorabilità e di indipendenza di amministratori e sindaci.¹⁶⁴

La Banca d'Italia pertanto vigila costantemente su tali operatori: nel mese di Novembre 2016, a seguito di un documento di consultazione dedicato alla raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche,¹⁶⁵ ha pubblicato un nuovo provvedimento relativo a questa forma di finanziamento, con l'obiettivo di fornire una prima cornice regolamentare alle forme di finanziamento alternative al tradizionale canale bancario.¹⁶⁶

In tale provvedimento, la Banca d'Italia ha in primis chiarito chi sono i soggetti autorizzati a raccogliere risparmio tra il pubblico, indicando nella premessa della III Sezione che "la raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche"; tuttavia nella Sezione IX, dopo aver definito il fenomeno del social lending, o lending-based crowdfunding, consente "l'operatività dei gestori dei portali on-line che svolgono attività di social lending e di coloro che prestano o raccolgono fondi tramite i suddetti portali, nel rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti, ad esempio, attività bancaria, raccolta del risparmio presso il pubblico, concessione di credito nei confronti del pubblico, mediazione creditizia, prestazione dei servizi di pagamento."¹⁶⁷

¹⁶⁴ Politecnico di Milano, Luglio 2017. 2° Report Italiano sul Crowdfunding. Milano: Osservatorio di Crowdfunding della School of Management. Pp. 35-36.

¹⁶⁵ Il documento di consultazione relativo alla raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche è consultabile al seguente link: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2015/raccolta-risparmio-soggetti-diversi-banche/documento-di-consultazione.pdf>

¹⁶⁶ Delibera 584/2016 della Banca d'Italia recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, con effetti a valere dal 1° Gennaio 2017.

¹⁶⁷ Il provvedimento è consultabile al seguente link: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf>

Sebbene infatti la raccolta del risparmio tra il pubblico sia vietata sia ai gestori che ai prenditori, la Sezione IX di questo provvedimento stabilisce delle eccezioni a favore di entrambe le parti; in particolare, l'attività del gestore del portale è autorizzata, qualora sia inquadrabile come prestazione di servizi di pagamento, mentre dal punto di vista del prenditore di fondi viene autorizzata la raccolta di fondi quando prenditori e finanziatori sono in grado di incidere sulle clausole contrattuali facendo valere il proprio potere negoziale nell'ambito di una trattativa personalizzata.¹⁶⁸

L'Autorità di vigilanza raccomanda comunque di fissare un limite massimo ammissibile nell'investimento sui portali da parte dei privati, per non configurare un esercizio abusivo dell'attività bancaria: Antonio Lafiosca, cofondatore di BorsadelCredito, unica piattaforma italiana di P2P lending dedicata alle imprese, interpellato da Milano Finanza, precisa che per prassi su tutte le piattaforme chi presta come persona fisica o giuridica non può superare la soglia di €50.000.¹⁶⁹

La normativa predisposta dalla Banca D'Italia rappresenta sicuramente un primo passo che, quanto meno, riconosce l'operatività delle piattaforme di lending crowdfunding prendendo atto dei modelli di business già in essere; tuttavia nel 2017 sussiste ancora una ingiustificata disparità di trattamento fiscale per chi investe in questo canale di finanziamento, rispetto alla tassazione in vigore per altri strumenti finanziari, come i conti correnti bancari e postali, i fondi comuni d'investimento e le obbligazioni.

Il reddito di qualsiasi forma di investimento, infatti, viene tassato al 26%, con l'unica eccezione dei titoli di Stato che ricevono un trattamento agevolato al 12,5% e dei PIR, i Piani individuali di Risparmio, di recente istituzione, che, poiché sono stati strutturati per aiutare l'economia reale sono del tutto esenti dall'imposizione fiscale.

¹⁶⁸ Per quanto riguarda i gestori, secondo la Banca d'Italia non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico:

- la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari.

Per quanto riguarda i prenditori, il provvedimento stabilisce che non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico:

- l'acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. Al riguardo, avute presenti le modalità operative tipiche delle piattaforme di social lending, le trattative possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto.

¹⁶⁹ La normativa sul social lending approvata da Banca D'Italia è un passo avanti, ma la strada da percorrere è ancora lunga: <http://www.crowdfundingbuzz.it/banca-ditalia-riconosce-lending-crowdfunding-ce-ancora/>

Il P2P lending invece è tassato ad aliquota marginale, ossia il prestatore deve sommare al suo reddito il guadagno che ottiene dalla sua attività di prestito, nella forma di interessi, e pagare la relativa aliquota IRPEF, a seconda dello scaglione in cui si posiziona: dal 23% per chi ha reddito sotto i €15.000 e fino a un 43% per chi guadagna più di €75.000; inoltre le perdite sui crediti diventati inesigibili non sono fiscalmente deducibili.

Risulta dunque auspicabile una modifica e una omologazione dei proventi a tutti gli altri investimenti di natura finanziaria, oggi tassati con un'aliquota alla fonte pari al 26%, adeguamento che è stato raggiunto grazie all'ultima legge finanziaria approvata.

La legge di Bilancio 2018 contiene due importanti novità per i risparmiatori che hanno erogato o intendono erogare finanziamenti tramite le piattaforme di Peer to peer lending: innanzitutto, in luogo della tassazione progressiva, dal 2018 gli interessi derivanti da tali investimenti saranno assoggettati a una ritenuta alla fonte a titolo d'imposta nella misura del 26%,¹⁷⁰ con le piattaforme che fungeranno da sostituti d'imposta. Questa ritenuta sarà operata dai gestori delle piattaforme, nel caso in cui si tratti di società iscritte all'albo degli intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB, o da istituti di pagamento rientranti nell'ambito di applicazione dell'art. 114 autorizzati dalla Banca d'Italia.

La seconda novità riguarda i Piani individuali di Risparmio: a partire dal 2018 sarà possibile collocare all'interno dei PIR anche le quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati erogati e/o originati tramite piattaforme P2P, usufruendo dei relativi incentivi fiscali, ossia l'esenzione dalla tassazione per i relativi proventi.¹⁷¹

¹⁷⁰ Ad esempio, a fronte di un interesse attivo lordo del 6%, in passato il rendimento netto oscillava da un minimo del 3,42%, per i soggetti ai quali si applica l'aliquota del 43% a un massimo del 4,62%, per i soggetti con aliquota del 23%. Con le nuove regole, a un tasso attivo di interesse lordo del 6% corrisponderà un rendimento netto del 4,44%.

¹⁷¹ V. Tamburro, 8 Gennaio 2018. *P2P lending con ritenuta fissa del 26%*. Il Sole 24 ORE.

<http://www.ilsole24ore.com/art/norme-e-tributi/2018-01-05/p2p-lending-ritenuta-fissa-26percento--201951.shtml?uuid=AEVfL3cD>

Capitolo 5

Il Peer to Peer Lending versus il Sistema Bancario

5.1 I vantaggi del P2P Lending

Alla luce di quanto illustrato nei capitoli precedenti, si evince che il peer to peer Lending o Marketplace lending se si utilizza la terminologia statunitense, sta progressivamente modificando il sistema finanziario del credito al consumo. Il progresso tecnologico, caratterizzato dalla diffusione di Internet e dall'aumento della quantità di dati a disposizione, sta erodendo molti dei principali vantaggi competitivi di cui hanno da sempre goduto le banche per la peculiarità dell'attività svolta; questa minaccia strutturale è emersa in un momento di crisi finanziaria, durante la quale i tassi di interesse sono ai minimi storici e sono aumentati i requisiti patrimoniali imposti dalla regolamentazione.¹⁷²

In tale contesto economico da cui è derivata la riduzione dell'erogazione di credito al consumo, molte giurisdizioni, tra cui quella dell'Unione Europea e degli Stati Uniti, hanno attivamente cercato di incoraggiare, attraverso diversi strumenti normativi,¹⁷³ lo sviluppo del mercato del lending-based crowdfunding, avendone riconosciuto le potenzialità ed un certo numero di vantaggi rispetto ai tradizionali istituti bancari, di cui si procede ad argomentare.

A. Spostamento del rischio di credito in capo agli investitori

I prodotti generali offerti dagli istituti di credito tradizionali e dai marketplace lenders sono simili: il prestito personale offerto da istituti di credito P2P è abbastanza simile ai prodotti di prestito personali offerti dalle banche, in quanto entrambi sono prodotti a tasso fisso,¹⁷⁴ hanno una durata determinata (in genere 36-60 mesi) e sono completamente ammortizzati dal momento che alla scadenza è rimborsato al finanziatore l'intero ammontare prestato; le uniche differenze sono che (i) le piattaforme addebitano una commissione anticipata agli investitori, in genere fino al 5%; (ii) i tassi di rendimento offerti dalle piattaforme ai finanziatori sono

¹⁷² Si veda il Paragrafo 3.2 I fattori di crescita delle piattaforme.

¹⁷³ Si veda il Paragrafo 3.5 La regolamentazione nel settore del Peer-to-Peer Lending

¹⁷⁴ Le piattaforme utilizzano un modello di prestito a tasso fisso: mentre Prosper all'inizio della sua attività ha utilizzato un processo di asta inversa che consente al mutuatario di indicare il tasso di interesse massimo che sono disposti a pagare per la concessione del finanziamento, il modello utilizzato in maggioranza dalle piattaforme per la sua semplicità è quello a tasso fisso, grazie al quale gli investitori decidono se finanziare o meno un prestito ad un tasso assegnato dall'algoritmo di pricing.

superiori rispetto a quelli bancari: 6,76%-32,65% versus 7%-12%, come evidenziato nella figura 19.

Figura 19: Confronto tra banche e peer-to-peer lenders

	Banche	P2P Lenders
Importo massimo del prestito	fino a 50K	fino a 35K
Tasso di interesse	7 – 12%	6.76 – 32.65%
Scadenza	fino a 60 mesi	36 – 60 mesi
Commissione di accesso	x	fino al 5%
Richiesta online	√	√
Processo di sottoscrizione	umano	algoritmo
FICO/Credit Score	√	√
Tipologia di prestito	deposito	note

Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research.

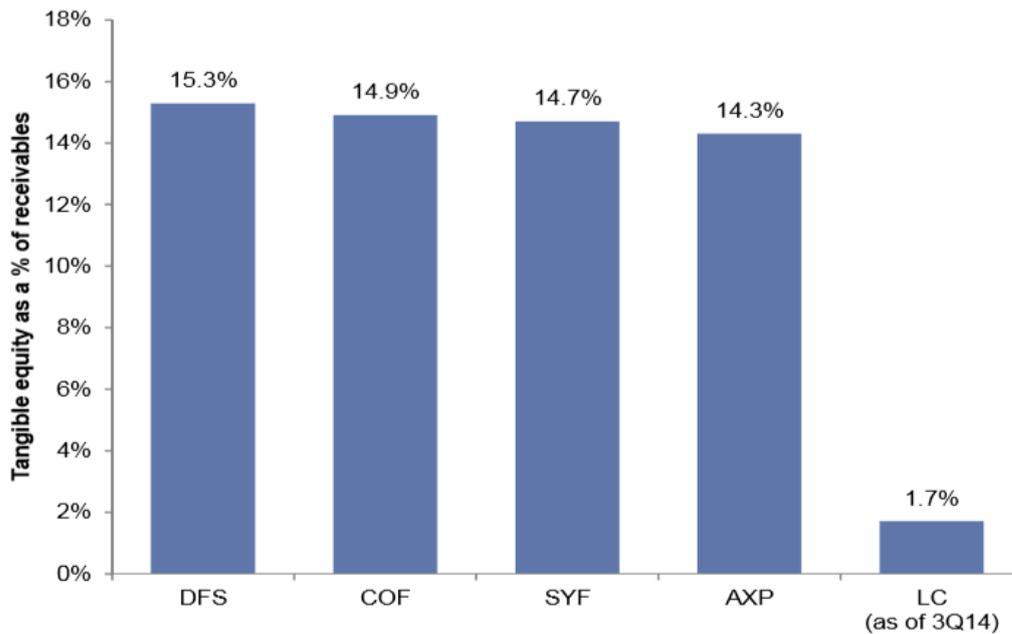
Ciò che differenzia inoltre i modelli tradizionali dalle piattaforme P2P è il modo in cui il prestito viene emesso e finanziato: dalla figura precedente infatti si evince che un prestito personale bancario è finanziato attraverso i depositi, andando ad incidere sul bilancio delle banche, le quali pertanto assumono il rischio di credito.

Al contrario, le piattaforme nello svolgimento del ruolo di intermediazione creditizia, mettono in contatto i potenziali mutuatari con gli investitori, i quali si assumono il rischio legato al loro credito, lasciandone di fatto la piattaforma immune.

L'attribuzione del rischio di credito in capo agli investitori consente alle piattaforme di:

1. Non dover detenere riserve di liquidità nel proprio bilancio per far fronte ad eventuali perdite sui prestiti non rimborsati;
2. Essere soggetti ad una normativa meno stringente riguardo i requisiti patrimoniali richiesti; LendingClub, per esempio, prima dell'IPO aveva un rapporto patrimonio/prestiti pari all'1,7%, ben al di sotto del 14-15% detenuto dagli istituti tradizionali operanti sul mercato statunitense, quali DFS, COF, SYF e AXP, come rappresentato nel grafico sottostante.

Figura 20: Confronto del rapporto patrimonio/prestiti tra LendingClub e le maggiori banche statunitensi



Fonte: Goldman Sachs Global Investment Research.

3. Mantenere inalterata la redditività in caso di un aumento dei costi del capitale, a differenza di una banca in cui i crescenti costi di acquisizione dei fondi da parte dei risparmiatori possono indebolire la redditività.¹⁷⁵
4. Erogare prestiti a mutuatari che presentano un profilo di rischio elevato: a differenza delle banche che limitano il proprio rischio riducendo la concessione di finanziamenti a questo tipo di richiedenti, le piattaforme permettono agli investitori disposti ad assumersi un rischio di credito elevato di sottoscrivere tali tipi di prestiti.

¹⁷⁵ In caso di aumento del costo di raccolta del capitale, l'interesse che le banche devono pagare ai risparmiatori che detengono un conto corrente aumenta, riducendo lo spread tra tasso pagato ai depositanti e tasso riscosso dai mutuatari, profitto che caratterizza l'attività bancaria e ne determina la redditività.

B. Modello operativo a basso costo

Per analizzare la struttura di costo di entrambe le strutture finanziarie si deve tenere in considerazione che affinché una banca conceda un prestito, deve prima acquisire fondi sotto forma di depositi e deve mantenere riserve di liquidità per soddisfare le esigenze dei propri clienti: i costi di erogazione di un prestito comprendono pertanto i costi diretti di acquisizione dei fondi e di mantenimento della liquidità, che sono i tassi di interesse pagati agli investitori. Tuttavia attrarre e conservare i depositi comporta più che un semplice pagamento degli interessi: le banche devono anche fornire servizi di pagamento e di elaborazione, la maggior parte di esse deve anche gestire una rete di filiali e sostenere costi significativi di regolamentazione, marketing e altre spese che non comportano il pagamento di interessi.

Il vero costo di acquisire fondi per una banca deve tenere in considerazione questi costi diversi dagli interessi legati alla raccolta dei depositi.¹⁷⁶

Allo stesso modo una piattaforma peer-to-peer deve attirare i potenziali investitori, offrendo un rendimento nella forma di tasso di interesse che superi i rischi che i creditori sono disposti ad assumere, a cui si aggiungono le spese di marketing necessarie per aumentare la conoscenza delle nuove piattaforme; inoltre, la piattaforma deve sostenere costi di elaborazione e di concessione dei prestiti, ma a differenza di una banca non deve sostenere i costi associati all'offerta di conti correnti, come la fornitura di servizi di pagamento e il mantenimento di una rete di filiali, che le permette di ridurre notevolmente i suoi costi fissi.

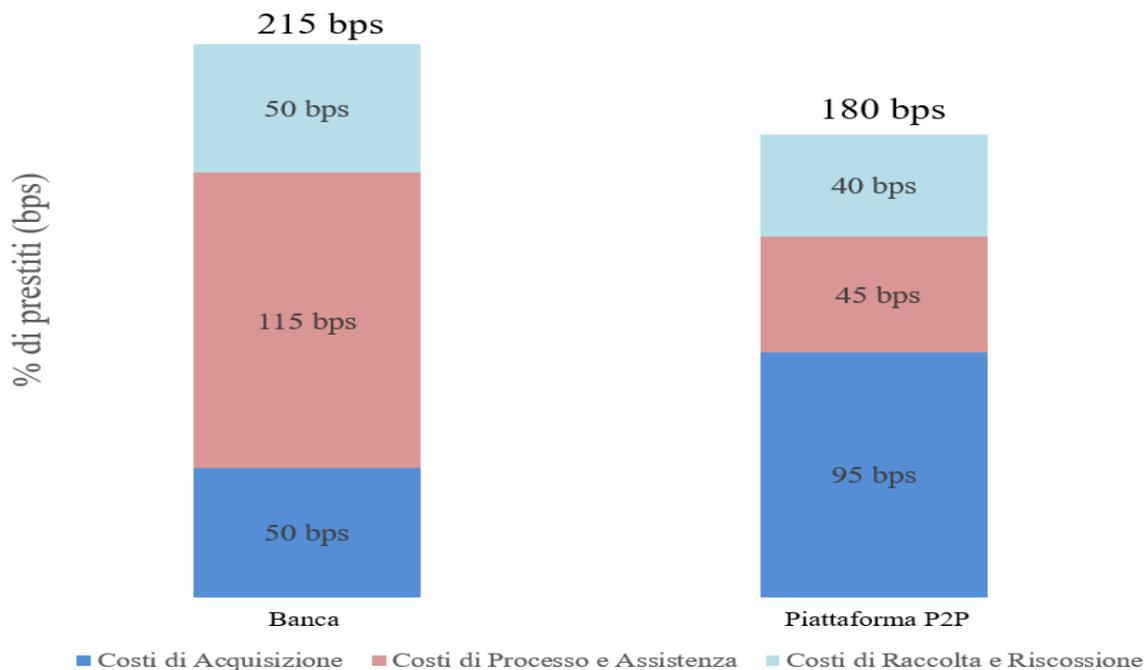
Le due strutture di costo sono comparate nelle figure di seguito riportate.

Nella figura 21, che si focalizza sul confronto dei soli costi operativi legati all'attività di prestito, si evince come le banche presentino dei costi operativi complessivi superiori rispetto alle piattaforme P2P; sebbene le piattaforme presentino costi di acquisizione dei mutuatari superiori rispetto alle banche (95 bps rispetto a 50 bps), dovendo sostenere ingenti spese di marketing per promuovere la conoscenza delle piattaforme, queste riescono a mantenere un modello operativo a basso costo. A parità di costi di raccolta e di riscossione del debito, la differenza sostanziale nella struttura di costo è rappresentata infatti dai costi di processo e di assistenza a coloro che hanno ottenuto un prestito: le banche sono dotate di una struttura di

¹⁷⁶ Deloitte (2016) stima i costi diversi dagli interessi derivanti dalla gestione di un libretto di deposito di circa 310 bps dei depositi totali detenuti, di cui circa il 60% è attribuibile ai costi di mantenimento della rete di filiali, mentre il resto riguarda le spese di acquisizione, elaborazione e assistenza. Inoltre, assumendo che in un portafoglio bancario normalmente capitalizzato con sufficienti riserve di liquidità, il totale dei depositi ammonta a circa l'87% del totale dei prestiti, ritiene che i costi diversi dagli interessi sostenuti per attrarre e trattenere i depositi ammontano a circa 270 punti base del totale dei prestiti finanziati dai depositi.

reti di filiali fisiche per l'assistenza ai mutuatari, i cui costi incidono in misura rilevante sulla sua struttura, 115 punti base rispetto a soli 45 bps dei portali online; questi ultimi, al contrario, presentano una struttura di costi fissi più snella perché la componente digitale ed automatizzata permette di ridurre i costi di processo e di assistenza ai mutuatari stessi.

Figura 21: confronto tra i costi operativi di un prestito personale non garantito accordato da una banca e da una piattaforma di peer-to-peer Lending



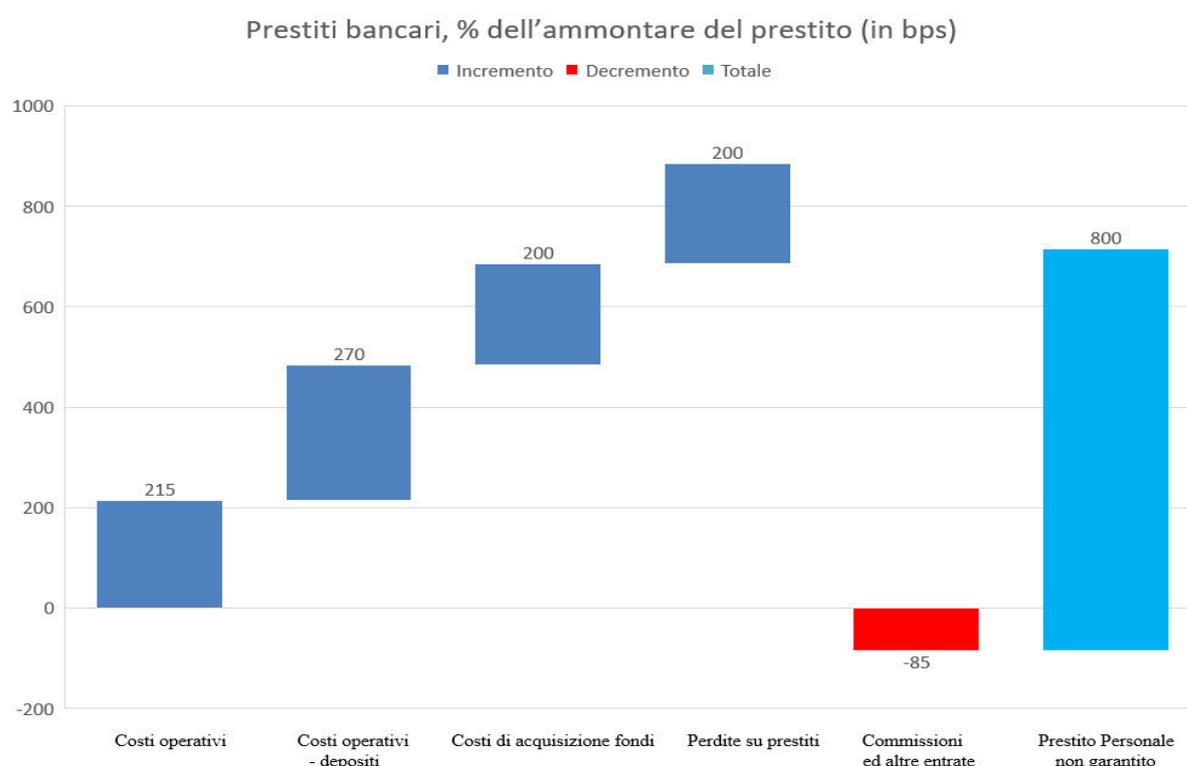
Fonte: Deloitte, 2016. *Marketplace lending. A temporary phenomenon? An analysis of the UK market*. P. 13

Le figure 22 e 23 aggiungono ai soli costi operativi attribuiti al lato dei mutuatari, il raffronto della struttura di costo complessiva dei due istituti di credito, da cui emerge che il costo totale di un prestito personale non garantito è complessivamente inferiore di 15 punti base in favore delle banche, 800 bps rispetto a 815 bps delle piattaforme P2P.

Le banche presentano un vantaggio di costo strutturale nell'acquisizione dei finanziamenti: 200 punti base rispetto ai 500 bps delle piattaforme P2P, vantaggio dovuto alla peculiare posizione normativa che garantisce la protezione dei depositi e che incentiva l'investimento dei risparmi, alla proprietà dell'infrastruttura dei servizi di pagamento e al ridotto investimento in pubblicità, ricerca e sviluppo potendosi avvalere di una solida conoscenza della propria attività e dei propri prodotti tra gli investitori. La componente invece più rilevante per questi istituti di credito è rappresentata dai costi legati al mantenimento e alla gestione dei depositi, nonché all'assistenza agli investitori (270 bps rispetto a 90 bps delle piattaforme) assicurata tramite il personale operante nelle filiali.

Al contrario le piattaforme P2P si servono di portali online che permettono di ridurre drasticamente i tempi di processo, assicurando la sottoscrizione di un prestito in modo efficiente e rapido, anche in meno di 10 minuti;¹⁷⁷ questo abbattimento dei costi fissi si traduce allo stesso tempo nella possibilità per la piattaforma di poter addebitare minori tassi di interesse ai mutuatari e garantire maggiori rendimenti agli investitori: la componente di costo più rilevante per le piattaforme P2P è rappresentata, infatti, dagli interessi pagati agli investitori (500 punti base), i quali ricevono un rendimento più elevato¹⁷⁸ rispetto a quello che avrebbero ottenuto se avessero investito i propri fondi in un conto corrente di risparmio.¹⁷⁹

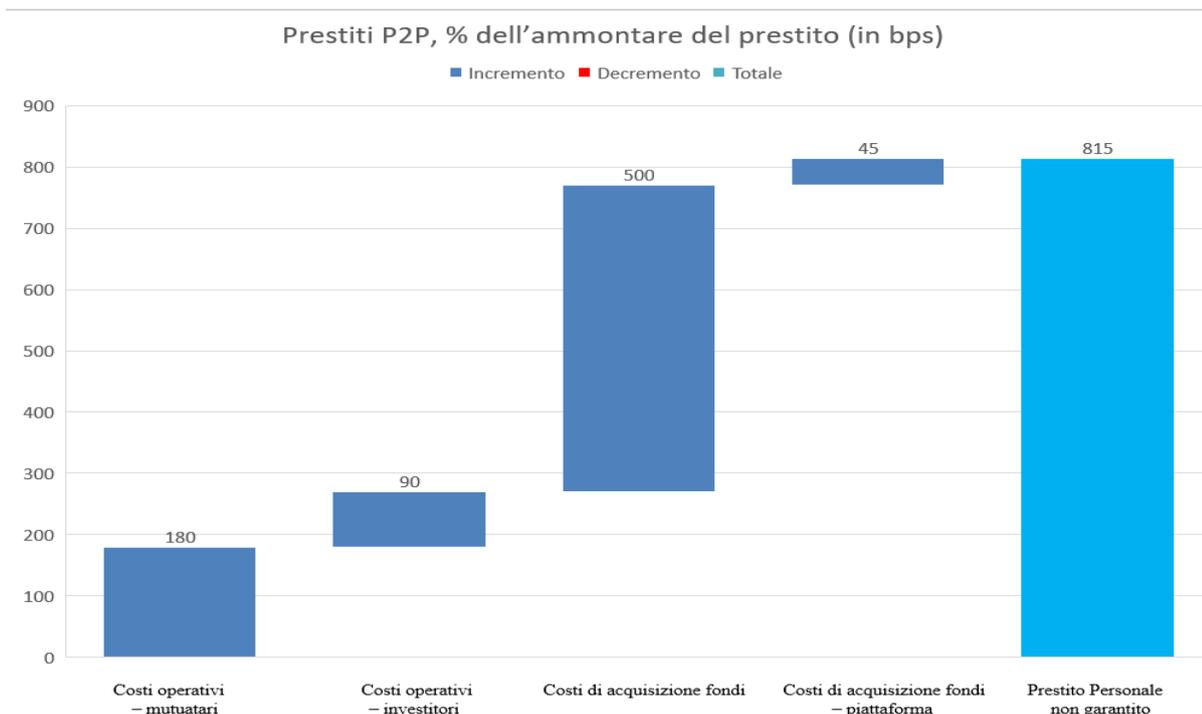
Figure 22 e 23: Confronto tra i costi di una banca ed una piattaforma di un prestito personale non garantito



¹⁷⁷ Deloitte, 2016. *Marketplace lending. A temporary phenomenon? An analysis of the UK market*. Pp. 11-13.

¹⁷⁸ Morse (2015) stima che i rendimenti, al netto delle perdite, degli investimenti nelle principali piattaforme di credito al consumo statunitensi siano stati tra il 2007 e il 2013 pari a circa il 7%, ovvero il 3% in più del rendimento indicato dal Barclays Capital Fixed ABS Index, un indice del rendimento dei titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti al consumo, ad evidenza del fatto che i rendimenti percepiti dai finanziatori sono stati in media maggiori rispetto a quelli che si sarebbero ottenuti investendo nei principali indici azionari.

¹⁷⁹ Goldman Sachs, 2015 ha evidenziato, infatti, che il processo di erogazione del credito da parte delle banche è caratterizzato da elevati costi fissi, che renderebbero poco conveniente erogare prestiti di basso ammontare come quelli richiesti dai privati e dalle PMI, i quali trovano più vantaggioso ricorrere alle piattaforme online per accedere al credito.



Fonte: Deloitte, 2016. *Marketplace lending. A temporary phenomenon? An analysis of the UK market*. P. 11

C. Convenienza, accessibilità e flessibilità

Un ulteriore vantaggio di questa forma di finanziamento è rappresentato dalla convenienza, fattore che viene spesso sottolineato nelle campagne di marketing e riscontrato nell'utilizzo di piattaforme online che sono più accessibili per gli utenti; questi ultimi possono infatti accedere alla piattaforma ed al proprio portafoglio di investimenti in qualsiasi momento, a differenza degli istituti di credito per i quali l'accesso è garantito solo in determinate fasce orarie.¹⁸⁰

L'aspetto online del prestito peer-to-peer costituisce un beneficio per la piattaforma stessa, in quanto le consente una maggiore flessibilità nel poter aggiornare le sue operazioni, revisionare ed adattare rapidamente le proprie strategie di marketing e di design ad un modello di business in continua evoluzione, così come rende possibile espandere la propria offerta di servizi a livello internazionale, abbattendo i costi di transazione tra agenti economici che si trovano ad operare in luoghi geografici differenti.

¹⁸⁰ E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, pp. 21-22.

D. Aumento della concorrenza

L'ingresso delle piattaforme di crowdfunding ha determinato un aumento della concorrenza in un mercato tradizionalmente dominato da pochi player; secondo l'analisi condotta da Carlotta Mariotto nel 2016,¹⁸¹ negli Stati con un sistema bancario più concentrato, dominato da pochi player, il peer-to-peer lending è meno sviluppato o ha avuto una diffusione più recente, tuttavia il graduale ingresso di nuovi entranti può diversificare l'intermediazione creditizia, migliorare l'accesso ai servizi finanziari e rendere il settore finanziario più stabile ed efficiente nel suo complesso.

L'aumento della competizione, infine, incentiva gli istituti di credito tradizionali ad adottare le innovazioni tecnologiche utilizzate dalle piattaforme in termini di adozione di algoritmi di credit scoring più avanzati, analisi dei big data, ed adeguare i propri processi, sotto forma di riduzione dei costi fissi e velocità di processo.¹⁸²

E. Diversificazione delle fonti di investimento e del rischio

Le piattaforme di social lending presentano vantaggi anche in termini di innovazioni apportate al sistema di finanziamento: queste hanno innanzitutto fornito agli investitori la possibilità di scegliere direttamente a chi e per quale scopo prestare denaro, e hanno ampliato le possibili forme di finanziamento, dai conti correnti di risparmio ai prestiti non garantiti.

Questi intermediari, infatti, hanno consentito alle famiglie ed agli investitori istituzionali¹⁸³ di investire direttamente, e non solamente per mezzo di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione, in una classe di attivi, i prestiti al consumo e quelli alle PMI, fino ad oggi acquistabile solo indirettamente, per mezzo di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione.¹⁸⁴ Ciò consente, almeno in linea di principio, una maggiore diversificazione del proprio portafoglio migliorando la gestione del rischio senza dover incorrere nei costi derivanti dal processo di cartolarizzazione stesso.

¹⁸¹ Carlotta Mariotto, 2016. *Essays on Innovation in Retail Banking*. These de Doctorat, capitolo 2, p.80 e ss.

¹⁸² Per un'analisi sul comportamento degli istituti bancari in risposta all'aumento della concorrenza si veda il capitolo 6.

¹⁸³ Per un'analisi del coinvolgimento degli investitori istituzionali nel lending crowdfunding, si veda il capitolo 6

¹⁸⁴ La cartolarizzazione è un'operazione finanziaria che consente di cedere attività e/o passività, beni e/o debiti di privati o di crediti di una società, solitamente di una banca, definita originator, attraverso cui si costruiscono emissioni con la trasformazione del bene o del debito/credito, securitization, in titoli obbligazionari che sono poi collocati presso il pubblico; tramite questa operazione il rischio di credito viene trasferito dalla banca agli obbligazionisti.

<http://www.icer.it/cartolarizzazione-cose-funzioni-vantaggi>

F. Tecnologia di monitoraggio

Le banche e le piattaforme non si affidano alla stessa tecnologia per il processo di monitoraggio dei prestiti; secondo Diamond (1984) le banche hanno un vantaggio competitivo nel monitoraggio, attività che comprende il processo di screening e la prevenzione di comportamenti opportunistici dei mutuatari: egli ritiene che la presenza delle banche genera un'economia nei costi di monitoraggio, a condizione che i) ci siano delle economie di scala nel monitoraggio, ii) gli investitori abbiano capacità limitate, iii) il costo della delega sia basso, cioè il costo di monitoraggio della banca stessa sia inferiore al surplus ottenuto dallo sfruttamento delle economie di scala nel monitoraggio.

Tuttavia, la letteratura più recente di Freedman e Jin (2008) riconosce il potenziale dei social network, tecnologia utilizzata dalle piattaforme, di selezionare in modo efficiente i possibili mutuatari e stimare adeguatamente il loro livello di rischio, a cui la piattaforma attribuisce un corrispondente tasso di interesse. I social risultano essere utili perché i partecipanti hanno la possibilità di controllare i tipi di mutuatari ex-ante, conoscendo identità, professione, e tale monitoraggio incrementa la probabilità che il prestito venga rimborsato ex-post.

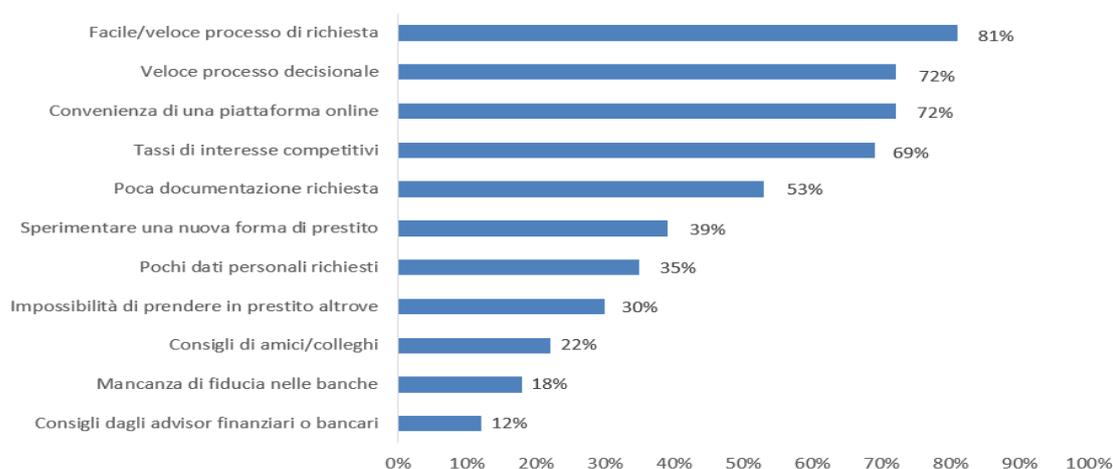
La conseguente maggiore disponibilità di fonti di dati, insieme al miglioramento della tecnologia di analisi degli stessi, sta aiutando gli istituti di credito alternativi a sviluppare modelli di sottoscrizione che abbiano una capacità predittiva migliore rispetto ai punteggi FICO.¹⁸⁵

¹⁸⁵ Morgan Staley, 2015. *Global Marketplace Lending. Disruptive Innovation in Financials*. Pp. 4-5.

I vantaggi appena illustrati trovano riscontro nei risultati del questionario sottoposto da Deloitte (2016) ad un panel di consumatori inglesi riguardante le motivazioni che li spingono sia a prendere in prestito fondi sia ad investire tramite le piattaforme P2P.

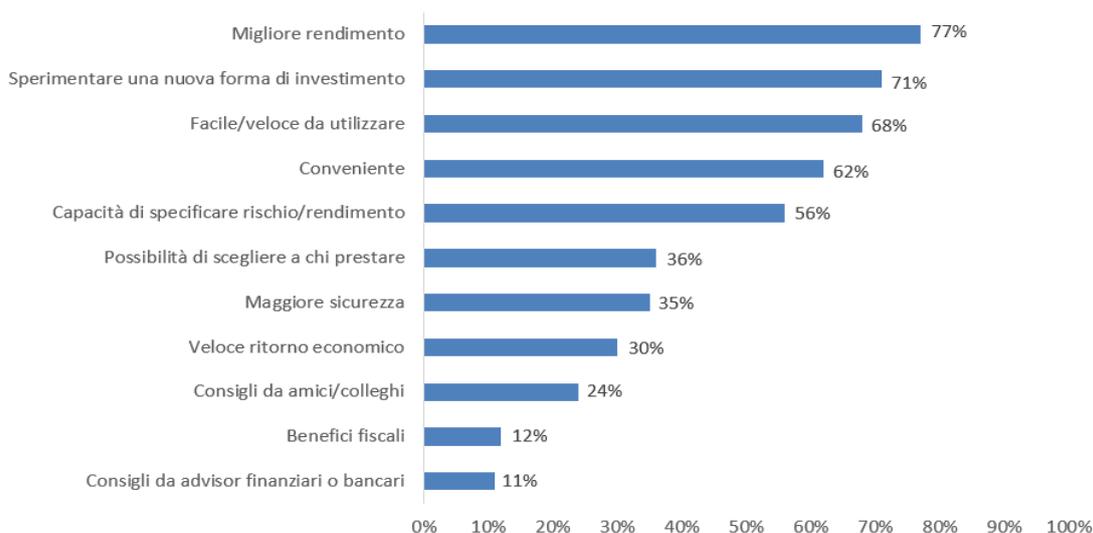
Le figure seguenti mostrano che i risultati del questionario sono in linea con i vantaggi identificati nel presente paragrafo, dal momento che i mutuatari scelgono le piattaforme per la velocità e la facilità del processo di erogazione del prestito (81%) e per i tassi di interesse competitivi (69%) ed i risparmiatori scelgono di utilizzare queste piattaforme in primo luogo per il tasso di remunerazione ricevuto sul finanziamento (77%) e poi per la semplicità d'uso del portale.

Figura 24: Le motivazioni alla base dell'utilizzo delle piattaforme P2P per prendere in prestito fondi



Fonte: Deloitte, 2016. *Marketplace lending. A temporary phenomenon? An analysis of the UK market.* P. 23.

Figura 25: Le motivazioni alla base dell'utilizzo delle piattaforme P2P per prestare fondi



Fonte: Deloitte, 2016. *Marketplace lending. A temporary phenomenon? An analysis of the UK market.* P. 28.

5.2 I rischi individuali e per il sistema finanziario

Sebbene le piattaforme di per-to-peer lending presentino numerosi benefici, è doveroso analizzare anche i rischi che questa tipologia di finanziamento porta con sé, sia a livello di singola piattaforma, sia per la stabilità del sistema finanziario nel suo complesso.

1) Rischio di default

Il rischio di default è la principale tipologia di rischio fronteggiato dai finanziatori, i quali investono in prestiti non garantiti, assumendosi il rischio di credito,¹⁸⁶ derivante dal potenziale inadempimento o addirittura insolvenza del debitore finanziato; anche quando i finanziamenti peer-to-peer sono concessi per l'abitazione o per il business del debitore, i creditori non hanno accesso in caso di inadempimento alle attività del mutuatario, non essendo questi prestiti soggetti alla legge fallimentare che disciplina il fallimento dell'impresa.

Le piattaforme garantiscono un certo grado di tutela rivolgendosi a società esterne incaricate della fase della riscossione dei debiti e/o imponendo la diversificazione del portafoglio di investimenti dei creditori: diversificando l'investimento totale in parti di prestito più piccole relative ad investimenti diversi, se una parte all'interno del portafoglio risulta inadempiente, la perdita può essere assorbita dai rendimenti derivanti dagli altri piccoli investimenti. Un ulteriore metodo per mitigare il rischio è la costituzione di un fondo di salvaguardia, finanziato grazie alle commissioni a carico dei debitori in percentuale del finanziamento ricevuto, che garantiscono il rimborso ai creditori in caso di inadempimento del mutuatario.

Tutti gli strumenti di mitigazione del rischio descritti, così come le politiche di innalzamento della soglia di merito creditizio accettabile dalla SEC a seguito del provvedimento di cessazione e dismissione a carico di Prosper del 2009, hanno creato un criterio di investimento più rigoroso, con l'accettazione di 1 prestito su 10 da parte di Lending Club, 1 su 5 da RateSetter e tassi di accettazione altrettanto bassi su altre piattaforme. La conseguenza è stato l'ottenimento di un tasso di default complessivo compreso tra lo 0,2% e il 7% a seconda della piattaforma.¹⁸⁷

¹⁸⁶ Secondo Christine Farnish, presidente dell'Associazione P2P Financial nel Regno Unito, ciascun finanziatore ha il suo metodo per mitigare il rischio di credito nel mondo del peer-to-peer, essendo molto prudenti e mettendo in pratica un attento processo di due diligence per poter effettuare la propria scelta di investimento.

C. Farnish, 2013. *Peer-to-Peer Lenders Welcome FCA Regulation*.

¹⁸⁷ I dati provengono dalle piattaforme più grandi ma in realtà molte piattaforme esistono solo da un breve periodo di tempo e la maggior parte dei prestiti da queste emessi deve ancora raggiungere la maturità, dato che la scadenza media è di 3 anni; questo significa che anche le piattaforme meno recenti, quelle che hanno aperto prima del 2008, hanno appena iniziato a ottenere dati sul tasso generale di default.

2) Rischio strutturale

b. Esiste anche un fattore di rischio insito nella stessa piattaforma, ossia che questa venga temporaneamente o definitivamente chiusa; in questa fattispecie, il portafoglio di prestiti del mutuatario rischia di non essere rimborsato dato che l'intermediario non può più svolgere la sua attività di servicing del debito.¹⁸⁸

Un esempio di questo rischio è stato presentato dalla piattaforma Quackle, che ha chiuso improvvisamente durante una notte nel 2011, senza lasciare alcuna informazione sui mutuatari o sui creditori e sui relativi obblighi contrattuali assunti, non essendo stato possibile soddisfare i contratti con una perdita del 100%.¹⁸⁹

Per mitigare questa tipologia di rischio, la maggior parte dei modelli di business prevede che le piattaforme di prestito peer-to-peer creino conti separati¹⁹⁰ in modo che il denaro dei clienti transiti in un conto separato, che in caso di chiusura della piattaforma possa essere preso in consegna da un altro manager o organizzazione, consentendo il deflusso dei prestiti esistenti. Alcune piattaforme hanno anche esplicitamente definito un piano di risoluzione delineando tutti gli obblighi contrattuali, compresa la mappatura di ciascun prestito concesso ai mutuatari dagli investitori registrati, in modo che in caso di chiusura improvvisa della piattaforma, le informazioni non vadano perse.¹⁹¹

3) Rischi informatici

c. Il prestito "peer-to-peer" risente degli stessi rischi di qualsiasi altro istituto di credito, tra cui: furto di identità, credito utilizzato con scopo di riciclaggio del denaro, finanziamento del terrorismo, tutela della privacy dei consumatori e violazioni della protezione dei dati;¹⁹² tuttavia, servendosi di piattaforme online risente anche di un maggiore rischio di frode derivante dal furto o dalla falsificazione dell'identità dei mutuatari iscritti al portale.

¹⁸⁸ L. Traders, 2011. *5 Lending Club Risks: Why peer to Peer May Lend Itself to Problems*. www.lazytraders.com/insights/5-lending-club-risks-why-peer-to-peer-may-lend-itself-to-problems

¹⁸⁹ E. Morre, J. Moules, 2011. *Peer-to-peer loans company closes*. Financial Times. <http://www.ft.com/cms/s/0/2db417a6-20c1-11e1-816d-00144feabdc0.html#axzz1fstqp4xA>

¹⁹⁰ Si veda il client segregated account model, paragrafo 3.3, p.42.

¹⁹¹ P. Jenkins, 2013. *Why peer-to-peer lending remains inherently unsafe*. Financial Times. <http://www.ft.com/cms/s/0/04d6bdce-f2ee-11e2-802f-00144feabdc0.html#axzz2iKz7j0Sz>

¹⁹² E. Chaffee, G. Rapp, 2012. *Regulating Online Peerto-Peer Lending in the Aftermath of Dodd–Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry*. Washington and Lee Law Review, Vol. 69(2), p. 505.

Alcune piattaforme controllano "manualmente" ogni mutuatario per ottemperare al rischio di frode, prima di consentire loro di fare pubblicità dei progetti per cui richiedono fondi sui loro siti; altre usano le informazioni di siti terzi o credit Bureau.¹⁹³ Tuttavia, relativamente pochi portali effettuano controlli simili sui prestatori, facendo il minimo richiesto per allinearsi alle leggi antiriciclaggio.

4) Natura parzialmente anonima dei mutuatari

Sebbene le piattaforme richiedano requisiti d'accesso per i mutuatari per poter procedere alle valutazioni creditizie, il mercato del prestito P2P ha natura anonima, nel senso che non tutte le informazioni riguardo l'identità dei primi, sono rese disponibili agli investitori. Questi ultimi devono basare le loro decisioni sui tassi di interesse assegnati dalla piattaforma a ciascuna classe di rating, che rispecchiano il grado di rischio dell'investimento, meccanismo che determina di fatto un rischio derivante dall'asimmetria informativa presente sulla piattaforma. Tale rischio potrebbe essere mitigato attraverso l'uso di modelli standardizzati, di maggiore trasparenza e di informazioni più rigide dal lato del mutuatario, di una contabilità standardizzata e della divulgazione dell'utilizzo previsto dei fondi ricevuti; in particolare la divulgazione di informazioni e la trasparenza sulla destinazione dei fondi potrebbero, non solo ridurre i problemi derivanti dall'asimmetria informativa, ma anche aiutare l'investitore a compiere scelte consapevoli e assegnare all'emittente degli investitori che siano a conoscenza della propria attività prima di investire.¹⁹⁴

5) Inesperienza degli investitori

Un ulteriore fattore di rischio deriva dall'inesperienza degli investitori, in particolare per gli investitori privati, i quali potrebbero fare affidamento su segnali derivanti dal contesto economico, non sempre attendibili. Per esempio, gli investitori potrebbero considerare come segno di credibilità e di sicurezza del settore il fatto che i governi prestino denaro attraverso queste piattaforme o emanino regolamenti che ne favoriscano l'utilizzo; in tal caso potrebbero non eseguire l'attenta fase di due diligence prima di investire il proprio denaro, aumentando il rischio di successivo inadempimento.¹⁹⁵

¹⁹³ Per un'analisi sui criteri di valutazione del merito creditizio, si veda il paragrafo 3.4.

¹⁹⁴ M. Herzenstein, S. Soenshein, U. Dholakia, 2011. *Tell Me a Good Story and I May Lend You Money: The Role of Narrative in Peer-to-Peer Lending Decisions*.

¹⁹⁵ E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, pp. 27-28.

6) Mancanza di un mercato secondario

Un ulteriore rischio si rileva dalla mancanza di un mercato secondario dove poter rivendere e monetizzare il proprio investimento, per la maggior parte delle piattaforme; gli investitori potrebbero non comprendere a pieno i rischi connessi all'investimento in titoli illiquidi e potrebbero essere stimolati dalla promessa di maggiori rendimenti ed investire in prestiti con un'alta probabilità di default. Questo rischio di illiquidità potrebbe essere mitigato ancora una volta, garantendo maggiore informazione e trasparenza in questo mercato.¹⁹⁶

7) Rischio legato alla sicurezza informatica

Infine, esiste un rischio definito di attacco informatico, dato che il prestito peer-to-peer nasce grazie alla rete Internet ed alla tecnologia del Web 2.0: il rischio legato alla sicurezza informatica, derivante da furti di identità degli users o sovraccarico dell'infrastruttura, può compromettere la riservatezza delle informazioni e dei dati personali custoditi dalle piattaforme. Tale rischio potrebbe essere mitigato qualora la piattaforma si dotasse di competenze tecniche sufficienti a prevenire tali problemi di sicurezza informatica.¹⁹⁷

8) Rischio sistemico

I rischi appena descritti, potrebbero comportare delle implicazioni anche a livello di intero sistema finanziario, anche se la dimensione del lending-based crowdfunding, se paragonata a quella dei finanziamenti concessi dagli altri istituti di credito, è molto piccola e rappresenta solo lo 0,01% del credito originato dalle banche e fornito all'economia reale.¹⁹⁸

La diffusione del P2P lending potrebbe realizzarsi anche finanziando soggetti non meritevoli di ricevere un prestito, determinando una inefficiente allocazione del risparmio: le piattaforme, non assumendo il rischio di credito, potrebbero infatti non avere i giusti incentivi a selezionare in modo accurato i debitori. I modelli di rating utilizzati dalle piattaforme, inoltre, non sono sottoposti ad alcuna forma di validazione da parte delle autorità di vigilanza

¹⁹⁶ Una consultazione pubblica effettuata dal US Department of Treasury, 2016, ha evidenziato che molti debitori hanno difficoltà a comprendere a pieno le condizioni dei contratti di finanziamento e ad effettuare confronti tra le offerte proposte da piattaforme diverse. Allo stesso modo Deloitte, 2016, dimostra che in molti casi non vi è piena consapevolezza da parte dei finanziatori, degli effettivi rischi che andranno ad assumere.

¹⁹⁷ R. Tendulkar, 2013. *Cyber-crime, securities markets and systemic risk*. IOSCO Research Department Staff Working Paper.

¹⁹⁸ W. Bijkerk, R. Tendulkar, S. Uddin, e S. Worner, 2012. *Systemic Risk Identification in Securities Markets*, IOSCO Research Department: Staff Working Paper.

e non sono stati collaudati per un periodo di tempo sufficientemente lungo, quindi potrebbero sottostimare il rischio di credito dei debitori e determinare la scarsa qualità del credito erogato. Queste conseguenze potrebbero assumere rilevanza per la stabilità finanziaria: in primo luogo potrebbe esservi il rischio che il facile e rapido accesso ai prestiti erogati attraverso le piattaforme, comporti una crescita rapida dell'indebitamento, alimentando una espansione eccessiva del credito in alcuni segmenti dell'economia. In secondo luogo, il recente coinvolgimento degli investitori istituzionali e del sistema bancario nel P2P lending, potrebbe comportare l'accumularsi di ulteriori rischi a livello di stabilità finanziaria complessiva, dal momento che se tali istituti di credito investono grosse quantità di denaro in queste piattaforme, il fallimento di una di queste potrebbe determinare il default degli altri investitori in modo simile a quanto si è verificato prima della crisi globale del 2007.¹⁹⁹ Infine, quasi tutte le piattaforme hanno iniziato ad operare in un contesto economico favorevole, pertanto non si conoscono le possibili ripercussioni che una inversione del ciclo creditizio potrebbe comportare sia a livello di tassi di insolvenza dei debitori, che degli operatori economici coinvolti.

¹⁹⁹ L'interconnessione, a causa del grado di indebitamento, può ripercuotersi a livello sistemico. Dermine, 2016.

Capitolo 6

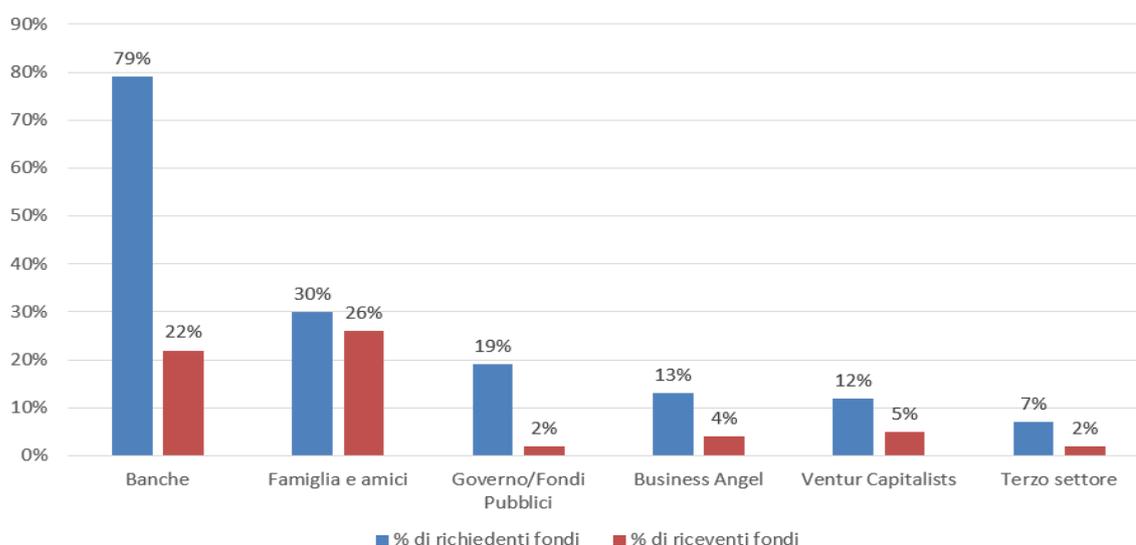
Le Prospettive per il futuro

6.1 La risposta degli istituti bancari: collaborare o competere?

Nesta (2014) indica che nel Regno Unito, oltre un quinto dei debitori prima di ottenere un finanziamento tramite le piattaforme di peer-to-peer Lending ha ricevuto un'offerta da una banca, verosimilmente a condizioni meno vantaggiose.

Il grafico di seguito riportato raffigura i risultati di un survey condotto da Nesta in un panel di 2.007 consumatori inglesi, da cui emerge che il 79% di questi ha richiesto fondi in prestito alle banche ma solo il 22% ha effettivamente visto trasformare la propria richiesta nella concessione di un prestito.

Figura 26: Confronto tra la percentuale dei consumatori che hanno richiesto un prestito e coloro che hanno ottenuto il finanziamento



Fonte: Nesta. Understanding Alternative Finance. The UK Alternative Finance Industry Report 2014

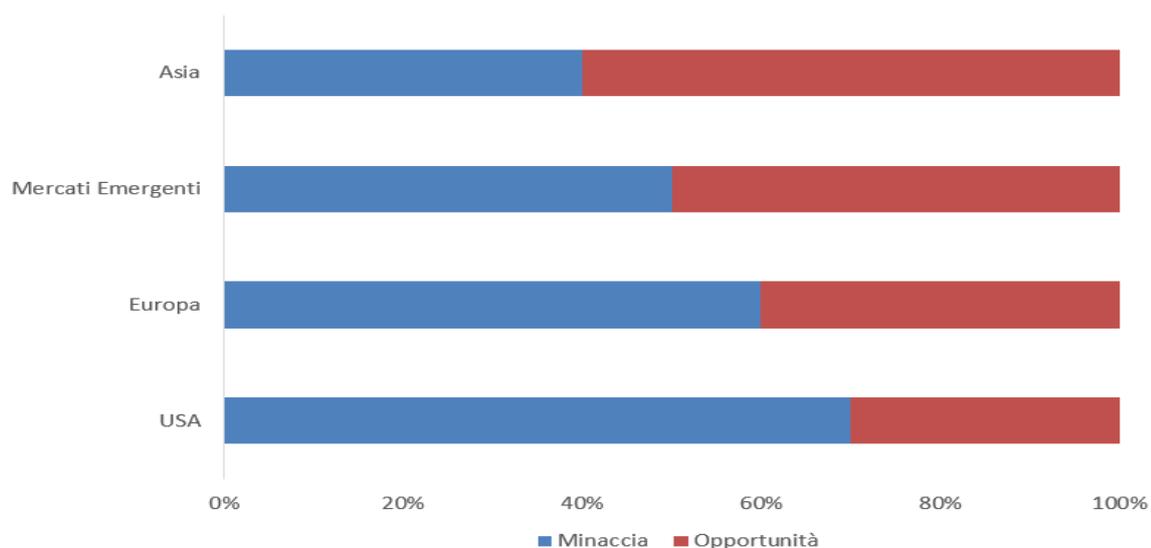
Questi risultati sono in linea con quanto illustrato nei capitoli precedenti, con finanziamenti dalle fonti tradizionali sempre più difficili da reperire ed un numero sempre maggiore di mutuatari che si rivolgono a creditori alternativi, mettendo in evidenza le grandi possibilità di crescita di questa nuova forma di finanza, rappresentata dalle piattaforme di P2P Lending, le quali sono riuscite a superare le barriere all'ingresso innalzate grazie ai tradizionali vantaggi competitivi e alla regolamentazione favorevole di cui gli istituti di credito tradizionali hanno per lungo tempo beneficiato.²⁰⁰

²⁰⁰ Deloitte, 2014. *Banking disrupted. How technology is threatening the traditional European retail banking model*. P.5.

Risulta pertanto doveroso analizzare anche il punto di vista degli incumbents, se ritengono che i nuovi players siano una minaccia alla loro attività finanziaria oppure un'opportunità per migliorare il proprio modello di business, e quali strategie adottano per rispondere all'aumento della concorrenza, dal momento che tali decisioni si riflettono sull'operato delle piattaforme oggetto del presente elaborato; tale analisi risulterà infatti utile per comprendere quali sono le nuove forme di collaborazione messe in atto dalle parti e quali sono i benefici derivanti.

PricewaterhouseCoopers nel 2014 ha intervistato 560 dirigenti di istituzioni finanziarie, bancarie e non, presenti in 17 mercati riguardo le nuove sfide e le opportunità che si presentano nel mercato finanziario, riscontrando che negli Stati Uniti ed in Europa i nuovi entranti sono prevalentemente considerati una minaccia alla propria attività creditizia (rispettivamente il 70% ed il 60%) piuttosto che un'opportunità per innovare i propri servizi ed il proprio modello di business.²⁰¹

Figura 27: Players non tradizionali – minaccia oppure opportunità?



Fonte: Questionario di PWC Banking 2020.

Tuttavia, sebbene questo fenomeno rappresenta una risposta all'emergere di un'offerta non bancaria che offre servizi simili a quelli tradizionali, gli istituti di credito stanno entrando nello spazio della finanza alternativa in misura sempre maggiore e adottando modalità differenti, sia come collaboratori che come fornitori diretti.²⁰²

²⁰¹ PWC, 2014. *Retail Banking 2020, evolution or revolution.*

²⁰² The American Banker, 2016. *Line between Banks and Marketplace Lenders Thinner than you Think.* Aryea Aranoff, pubblicato l'11 Marzo 2016, 9:30 am EST. Si veda il sito:

<https://www.americanbanker.com/opinion/line-between-banks-and-marketplace-lenders-thinner-than-you-think>

Numerose sono le modalità per instaurare forme di collaborazione tra istituti di credito e piattaforme peer-to-peer.

A) Contratti di Finanziamento

I contratti di finanziamento sono la prima forma di collaborazione tra gli istituti di credito, in questo particolare caso le banche, ed i nuovi entranti di mercato: la banca acquista i prestiti originati da una piattaforma e poi li rivende allo stesso portale; questi contratti sono prediletti dalle piattaforme Statunitensi, le quali utilizzano il notary model, che prevede il coinvolgimento di una banca nell'erogazione del prestito, come illustrato nel capitolo 3.

Premettendo che ogni tipo di partnership genera significativi benefici economici per entrambe le parti e per i rispettivi clienti, i potenziali benefici degli istituti di credito in particolare sono nella quasi totalità dei casi: l'accesso a nuovi clienti, rendimenti più elevati e adempimento di obblighi normativi come il Community Reinvestment Act.²⁰³

Per le piattaforme P2P i benefici differiscono in base alla tipologia di accordo; questa forma di collaborazione permette agli attori P2P di poter svolgere le sole attività di raccolta dei fondi e di servicing del debito, ossia riscossione dai debitori e rimborso ai finanziatori, rispetto all'attività di erogazione del prestito ai mutuatari, che richiederebbe la qualifica normativa di Banca, con i rigidi requisiti regolamentari che ne conseguirebbero.

B) Partnership

Nel terzo capitolo sono stati identificati tre diversi modelli di business che le piattaforme possono adottare nello svolgimento della propria attività: il primo di questi, il client segregated account model, prevede partnership con un istituto bancario presso il quale è aperto un account dove transitano i fondi degli investitori; Zopa, ad esempio, collabora con la Royal Bank of Scotland mentre Lending Club e Prosper svolgono la loro attività in partenariato con la Web Bank, con sede nello Utah.

²⁰³ Il Community Reinvestment Act (CRA) intende incoraggiare le istituzioni di deposito a contribuire a soddisfare le esigenze di credito delle comunità in cui operano, comprese le fasce a reddito medio e basso, coerenti con operazioni sicure e corrette. È stato approvato dal Congresso nel 1977 (12 U.S.C. 2901) ed è implementato dal regolamento BB (12 CFR 228). Il regolamento è stato sostanzialmente rivisto nel maggio 1995 e aggiornato nuovamente nell'agosto 2005.

Si consulti il sito: https://www.federalreserve.gov/consumerscommunities/cra_about.htm

Da questa forma di collaborazione beneficiano in primis gli investitori che possono avere un maggior grado di sicurezza sui loro investimenti, dal momento che l'account è separato dal bilancio delle piattaforme, le quali non hanno possibilità di rivalsa in caso di fallimento, e in secondo luogo le stesse piattaforme che vedono accrescere la reputazione ed il numero degli utenti.²⁰⁴

C) Collaborare come investitori

Negli Stati Uniti, le due più grandi piattaforme di prestito, Lending Club e Prosper, hanno entrambe iniziato a offrire la possibilità per gli investitori di finanziare integralmente i prestiti; ciò ha significativamente aperto il mercato del prestito peer-to-peer a grandi investitori istituzionali come banche, hedge fund e ventur capitalist.

Questa è stata una strategia dei nuovi players per incoraggiare maggiori finanziamenti da parte degli investitori istituzionali, che hanno la capacità di sottoscrivere prestiti di elevato ammontare; questa tendenza si rileva anche nel Regno Unito, da quando Banco Santander investe nella piattaforma Funding Circle.

Le istituzioni finanziarie grazie a questo tipo di investimenti riescono ad ottenere diversi benefici, quali:²⁰⁵

- utilizzare i prestiti P2P per erogare prestiti in un'area in cui gli istituti finanziari non presterebbero tradizionalmente, come prestiti non garantiti di basso ammontare e ad alto rischio, a causa delle limitazioni della struttura dei costi;
- la possibilità di applicare i propri modelli di valutazione del merito creditizio per analizzare le informazioni fornite dalle piattaforme P2P ed indirizzare al meglio gli investimenti;
- la possibilità di non creare in house una piattaforma P2P, evitandone i costi;
- diversificare in modo economico e in tempo limitato data la necessità di poco personale coinvolto;
- investire in una nuova classe di attività che potrebbe generare interessanti rendimenti.

Le implicazioni e le problematiche di questi tipi di investimento da parte degli investitori istituzionali sono altrettanto molteplici: le piattaforme potrebbero tendere a preferire gli investitori istituzioni rispetto a quelli al dettaglio, data l'ingente quantità di fondi che possono

²⁰⁴ PWC, 2015b. *Where traditional and tech meet. How banks and marketplace lenders can partner up.* PP.1-6.

²⁰⁵ PWC, 2015a. *Peer pressure. How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending - industry.* Pp. 5-6.

apportare nel mercato finanziario ed iniziare ad espandere il loro servizio di credito verso mutuatari meno affidabili e più rischiosi, dal momento che gli investitori di maggiori dimensioni possono assorbire meglio i rischi, avendo la possibilità di sottoscrivere l'intero ammontare del prestito.²⁰⁶

Tuttavia, il coinvolgimento di tali operatori determina inevitabilmente l'interconnessione tra il crowdfunding ed il più ampio settore finanziario, con la conseguenza che qualora si accordassero in misura eccessiva prestiti a mutuatari ad alto rischio di solvibilità, il rischio di insolvenza potrebbe estendersi dalla piattaforma agli altri settori finanziari a cui appartengono gli investitori istituzionali che a monte hanno finanziato tali mutuatari insolventi.²⁰⁷

In aggiunta a ciò, la crescente partecipazione di investitori più grandi sta aumentando la competizione per le migliori note/contratti di prestito, a potenziale discapito dei piccoli investitori, i quali potrebbero essere forzati a scegliere opzioni di prestito di livello inferiore, non in linea con la loro propensione al rischio.

La buona notizia è che non sembra essere così: un recente studio condotto in collaborazione con il dott. Ciarán Mac e Bhaird e il professor Mark Cummins della Dublin City University (DCU) dimostra che non solo le piattaforme non favoriscono gli investitori istituzionali e professionali, ma la strategia di investimento più prudente adottata dai singoli investitori sta in realtà ripagando; la platea di investitori al dettaglio ha ottenuto, finora, rendimenti più elevati ed ha affrontato perdite inferiori rispetto agli investitori istituzionali e professionali, mostrando che più sono gli attori coinvolti, migliori sono le prestazioni finanziarie.²⁰⁸

Un altro problema riguarda le modalità con cui gli investimenti tramite le piattaforme vengono registrati nei bilanci delle istituzioni finanziarie che utilizzano queste piattaforme: investire in prestiti non garantiti, tramite piattaforme di prestito peer-to-peer, può essere un modo per le banche e gli altri grandi investitori istituzionali di eludere i requisiti patrimoniali o altri requisiti normativi. È già stato registrato un caso in cui una banca ha investito i fondi dei risparmiatori attraverso una piattaforma peer-to-peer, al fine di originare prestiti che erano troppo rischiosi per essere mantenuti in bilancio.²⁰⁹

Pertanto se i prestiti peer-to-peer dovessero fornire uno spazio per le banche per concedere prestiti extra bilancio, si porrebbe un problema di efficacia della regolamentazione bancaria,

²⁰⁶ E. Kirby e S. Worner, 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department, pp. 43-44.

²⁰⁷ Questo è quello che è accaduto con i mutui subprime durante la crisi finanziaria del 2007-2009.

²⁰⁸ Silicon Republic, 2017. *Investors divide in peer-to-peer Lending*.

Si consulti il sito: <https://www.siliconrepublic.com/start-ups/p2p-lending-peer-to-peer-investors>

²⁰⁹ Hallowey, 2013.

che potrebbe essere aggirata attraverso l'uso di piattaforme di prestito peer-to-peer come intermediario tra banche e un mutuatario.

Infine, i risultati di una nuova indagine su 300 investitori istituzionali condotta dallo studio legale Richards Kibbe & Orbe LLP e Wharton Fintech mostrano un forte interesse degli investitori istituzionali verso questa forma di finanza alternativa e indicano che molte altre società di investimento stanno prendendo in considerazione la possibilità di iniziare a partecipare in modo più sistematico.²¹⁰

Di seguito vengono riportati alcuni dei risultati chiave evidenziati nella relazione:

- 1- l'85% degli intervistati ha espresso interesse a fare qualche forma di investimento sul mercato; tuttavia, solo il 29% degli intervistati ha dichiarato di disporre attualmente di capitale destinato al prestito sul mercato;
- 2- il 27% degli intervistati preferisce la sottoscrizione di prestiti interi (27%);
- 3- gli intervistati hanno indicato il maggiore interesse nei prestiti alle piccole imprese.

²¹⁰ The American Banker, 2015. *Institutional Investors Poised to Jump Into Peer-to-Peer Lending*. Amey Stone, pubblicato il 2 Giugno 2015, 1:59 p.m. ET.

D) Formare una partnership “White Label”

Una partnership White Label è un'opzione interessante per alcuni investitori istituzionali; in questo modello di business, un istituto finanziario collabora con la piattaforma P2P per co-brandizzare i propri prodotti: quest'ultima funge da canale di distribuzione per le istituzioni finanziarie, le quali possono indirizzare i clienti che non soddisfano i requisiti per ottenere un prestito alla piattaforma, in modo che possano richiedere prestiti su un sito Web co-branded.²¹¹

Questa tipologia di accordi risulta molto utile per gli istituti bancari dal momento che le piattaforme sono diventate dei sostituti nell'offerta di credito per quei consumatori che non rispettano i requisiti richiesti dalle banche; secondo l'analisi condotta da Calebe de Roure, Lorian Pelizzon e Paolo Tasca nel mercato tedesco nel 2016, il P2P Lending sta fornendo credito ad una fetta di mercato lasciata non servita dalle banche, in particolare i prestiti ad alto rischio e di piccola dimensione. Questi autori ritengono che a causa della struttura di costo, caratterizzata da elevati costi fissi, non risulta efficiente per le banche tedesche prestare denaro a mutuatari ad alto rischio, né accordare prestiti di basso ammontare dal momento che i rendimenti sarebbero inferiori ai costi di struttura,²¹² fattore che permette ad Auxmoney, la prima piattaforma tedesca, di accrescere la sua quota di mercato.

Alla luce di questa analisi emerge l'importanza che gli accordi White Label rivestono per le istituzioni finanziarie, le quali possono in tal modo:

- (i) fidelizzare questa tipologia di clienti che avrebbero altrimenti perso,
- (ii) concedere prestiti di basso ammontare, aumentando il processo di diversificazione del rischio, fattore importante dal punto di vista degli investitori.

Le istituzioni finanziarie potrebbero anche utilizzare il portale online, come infrastruttura digitale rapida e veloce per la richiesta, la sottoscrizione di un prestito ed il servizio di assistenza ai clienti, in modo da beneficiare della struttura inferiore di costo e fornire una alternativa alla rete fisica di filiali che rallenta il processo.

Da questa tipologia specifica di partnership emergono numerosi benefici; le banche possono:

- (i) servirsi di un portale online già esistente, piuttosto che costruire in house una piattaforma che comporterebbe un notevole investimento e un lungo periodo di tempo per iniziare ad essere operativa,

²¹¹ PWC, 2015a. *Peer pressure. How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending industry*. Pp. 7-8.

²¹² Deutsche Bundesbank, 2016. *How does P2P Lending fit into the consumer credit market?* Calebe de Roure, Lorian Pelizzon, Paolo Tasca. Pp. 10-16.

- (ii) sfruttare la struttura di costo inferiore e le funzionalità tecnologiche della piattaforma P2P.

I marketplace lenders, allo stesso modo, traggono benefici da accordi White Label, quali: lo sfruttamento della lunga esperienza di prestiti al consumo, l'accesso a decenni di dati dei clienti e la notorietà dei marchi delle istituzioni finanziarie, per accrescere la loro dimensione e possibilità di sfruttare le economie di scala.²¹³

Costituisce un esempio di partnership White Label, Cornerstone Community Credit Union che ha annunciato di aver collaborato all'inizio del 2016 con il prestatore di servizi online Lending Point per fornire prodotti di prestito ai membri della sua comunità che hanno difficoltà a qualificarsi per il finanziamento tradizionale.²¹⁴

²¹³ La piattaforma Lending Club è in perdita perché non riesce a sfruttare le economie di scala.

²¹⁴ The American Banker, 2016. Line between Banks and Marketplace Lenders Thinner than you Think. Aryea Aranoff, pubblicato l'11 Marzo 2016, 9:30 am EST. Si veda il sito:
<https://www.americanbanker.com/opinion/line-between-banks-and-marketplace-lenders-thinner-than-you-think>

6.2 La crescita futura del P2P Lending

Nei capitoli precedenti si è visto come:

1. la crisi finanziaria globale ha portato le banche a ridurre il credito alle piccole e medie imprese ed ai consumatori dopo aver subito pesanti perdite di fondi;
2. l'aumento della supervisione regolamentare e dei requisiti patrimoniali ha reso alcuni tipi di prestito poco interessanti per le banche;
3. la maggiore disponibilità di fonti di dati e il miglioramento della tecnologia di analisi dei dati sta aiutando gli istituti di credito del mercato a sviluppare modelli di sottoscrizione che abbiano una capacità predittiva migliore dei punteggi FICO;
4. i consumatori (soprattutto i millennial) e le piccole imprese sono sempre più a proprio agio nell'effettuare transazioni online e attraverso canali mobili;
5. l'ambiente di credito generale è stato favorevole, il che ha aiutato le piattaforme di mercato a creare credibilità con i potenziali investitori;
6. la registrazione di bassi tassi di interesse su più classi di attivi ha portato a un aumento della propensione per attività alternative in grado di offrire rendimenti interessanti.

Da quanto illustrato finora emerge pertanto la portata del fenomeno del P2P Lending e le sue potenzialità per la crescita futura nel settore della finanza alternativa; dalla ricerca condotta da McKinsey nel 2015 si evince in particolare che la sfida per mantenere le relazioni con i clienti sarà il focus dei prossimi anni per gli istituti di credito tradizionali.

Egli riscontra che le cinque principali attività bancarie al dettaglio, quali credito al consumo, mutui, prestiti alle piccole e medie imprese, pagamenti al dettaglio e gestione patrimoniale, saranno a rischio per circa il 10-40% dei rispettivi ricavi.²¹⁵

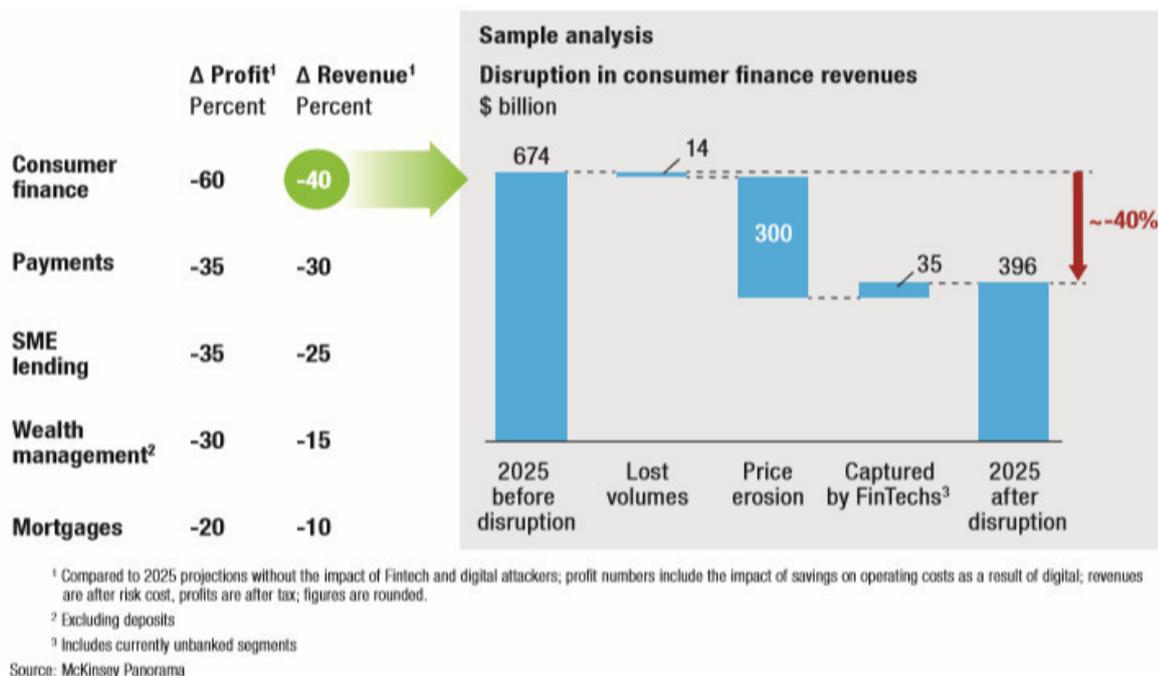
La domanda che sorge spontanea a questo punto è se le piattaforme possano raggiungere dimensioni sufficienti per incidere effettivamente sui ricavi e sui profitti delle banche; secondo l'interpretazione di McKinsey i nuovi entranti hanno le potenzialità per raggiungere una rilevante quota di mercato sottraendola agli istituti finanziari tradizionali, dal momento che la loro attività è incentrata sulla costruzione di una migliore customer experience, in linea con quanto esposto nel capitolo dei vantaggi competitivi delle piattaforme P2P del presente elaborato.

I nuovi entranti, mirando direttamente ai clienti forniti dagli istituti di credito, pertanto riescono a mettere in crisi le relazioni bancarie costruite con gli utenti, la cui perdita anche parziale determina un impatto significativo sui profitti della propria attività.

²¹⁵ McKinsey, 2015. The fight for the customer. McKinsey Global Banking. Annual Review 2015. Pp. 24-26.

Nella figura 28, è rappresentata una stima dei cinque settori finanziari retail nel 2025, prendendo in considerazione il punto di vista degli istituti di credito tradizionali; dall'immagine riportata risulta che il settore più a rischio è quello del credito al consumo, la cui perdita stimata nei ricavi risulta del 40%. Quest'ultima sarà dovuta ad una riduzione dei volumi di prestiti erogati dagli istituti di credito a favore della finanza alternativa, 14 bilioni di dollari in meno, una erosione di prezzo che determinerà una riduzione di 300 bilioni di dollari, ed uno shift dei consumatori verso le piattaforme Fintech, che causeranno una riduzione di 35 bilioni di dollari nei ricavi degli istituti di credito tradizionali. In sintesi McKinsey stima che gli istituti di credito tradizionali vedranno ridotti i propri profitti nel settore del credito al consumo da 674 bilioni di dollari a 396, con una perdita pari al 40%.

Figura 28: Stima della variazione dei profitti e dei ricavi degli istituti di credito, nei cinque settori retail nel 2025



Tuttavia è doveroso considerare quali assunti sussistono alla base di queste stime: queste ultime presuppongono che le banche taglino i costi operativi, ma non intraprendano alcuna strategia per aumentare i volumi e modificare i prezzi; allo stesso tempo si suppone che l'ambiente macroeconomico resti immutato, ossia che la concorrenza continui ad aumentare ed i tassi di interesse rimangano relativamente bassi.

Se, infatti, si eliminasse il presupposto che fissa i tassi di interesse ad un livello pari a quello vigente dal 2010 fino al 2016, i risultati potrebbero essere messi in discussione; Deloitte (2016) per esempio, ritiene che il vantaggio dei marketplace lenders di avere un modello

operativo a basso costo, come argomentato nel paragrafo 6.1, potrebbe risultare non valido in un contesto macroeconomico normalizzato.

Confrontando le strutture di costo di un istituto bancario e di una piattaforma digitale, si è visto che la componente di costo più rilevante per una piattaforma è rappresentata dai tassi di interesse pagati agli investitori (500 punti base), rispetto agli istituti bancari la cui prima componente di costo è rappresentata dai costi fissi di struttura, che non sono influenzati dalle oscillazioni dei tassi di interesse sul mercato (270 punti base in figura 29).²¹⁶

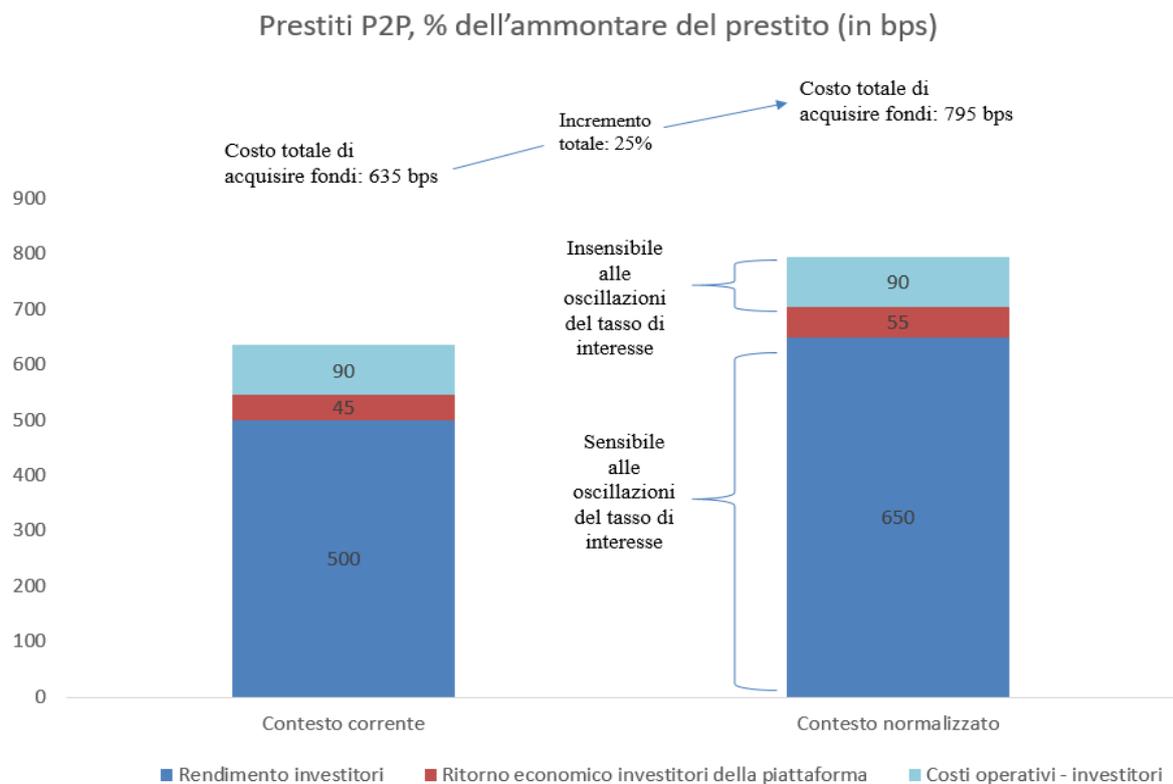
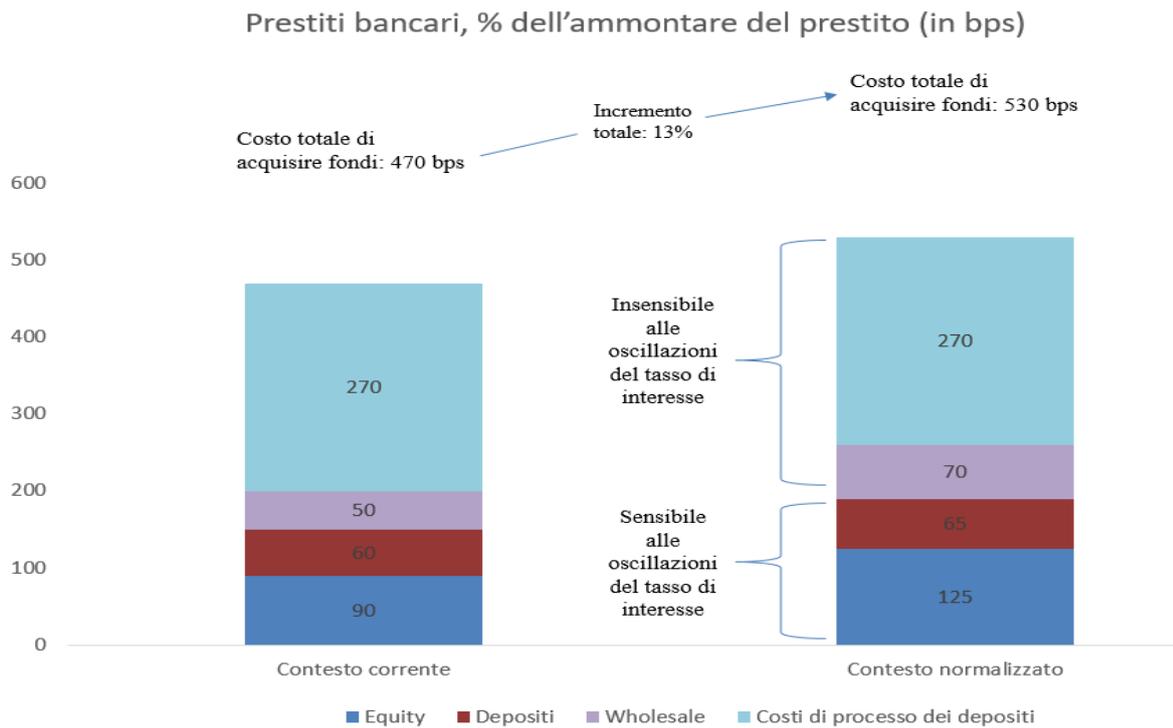
Pertanto, assumendo che il livello dei tassi di interesse in auge sul mercato nel 2016 sia anomalo e conseguente alla crisi, Deloitte ritiene che nel momento in cui i tassi di interesse si normalizzeranno e ritorneranno ad un livello pre-crisi finanziaria, il vantaggio di costo delle piattaforme si attenuerà in favore degli istituti bancari, la cui struttura di costi fissi non risente delle oscillazioni del mercato.

In figura 29 sono messi a confronto i costi totali di acquisire fondi nel contesto di credito attuale con i costi che si sosterebbero in un contesto economico normalizzato, in cui i tassi di interesse di base sono tornati a 200 bps; l'aumento dei tassi di interesse incrementerà i costi delle banche del 13%, dato che la componente di costo prevalente è rappresentata dai costi di mantenimento dei depositi e di assistenza ai clienti, costi non sensibili a variazioni del tasso (270 punti base rispetto a 200 bps di costi di acquisizione dei depositi, di capitale all'ingrosso e di equity).

Per le piattaforme P2P, invece, dove prevale la componente di costo rappresentata dai tassi di rendimento corrisposti agli investitori e soggetto ad oscillazioni (500 bps rispetto ai 135 punti base comprendenti le spese operative ed il ritorno economico sotto forma di utili o dividendi, ai proprietari della piattaforma), il costo totale di acquisizione dei fondi aumenterà del 25%.

²¹⁶ Deloitte, 2016. *Marketplace lending. A temporary phenomenon? An analysis of the UK market*. Pp. 11-13.

Figura 29: Il costo di finanziare un prestito personale non garantito: confronto tra banche e marketplace lenders in un contesto normalizzato

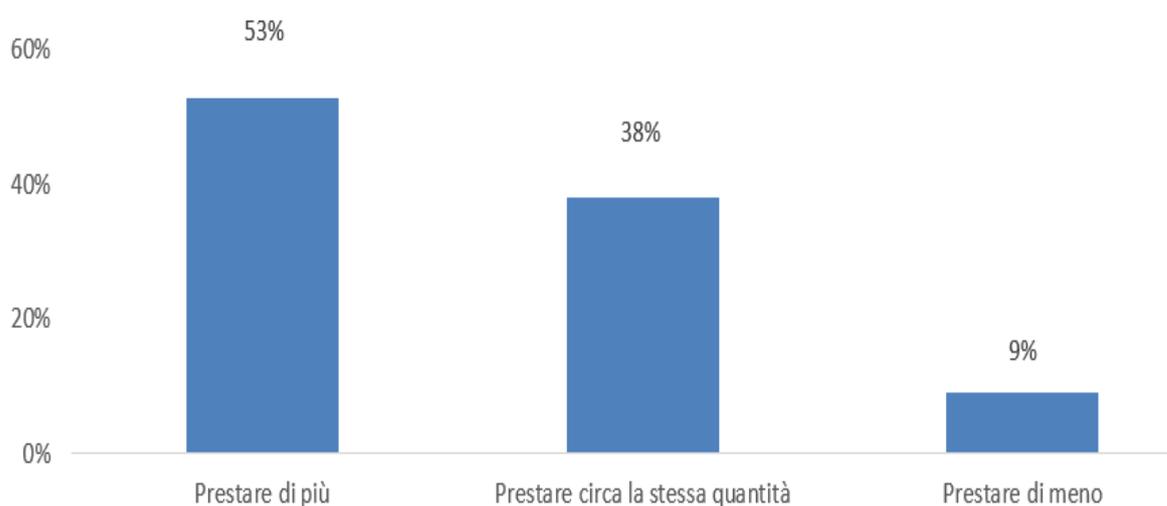


Conclusione

Lo scenario del mercato del credito al consumo negli ultimi 10 anni è notevolmente mutato: un numero sempre crescente di consumatori prende in considerazione la possibilità di investire il proprio denaro o richiedere un finanziamento tramite istituti di finanza alternativa, opzione non contemplata nel sistema finanziario pre-crisi.

L'immagine di seguito illustra i risultati di un'indagine condotta da Nesta nel 2014, su quanto i consumatori prevedono di investire i loro fondi nelle piattaforme di P2P lending: il 53% dichiara di voler continuare ad investire i propri risparmi ed in misura crescente nei portali digitali.

Figura 30: Risultati dell'indagine di Nesta su quanto i consumatori prevedano di prestare tramite le piattaforme di P2P consumer lending nei prossimi 12 mesi



Fonte: Nesta, 2014.

Il Peer-to-peer Lending si è rivelato un fenomeno di notevole rilevanza nel sistema finanziario, che secondo il mio punto di vista gli istituti di credito tradizionali non devono sottovalutare: Morgan Stanley ha analizzato il tasso di crescita globale delle piattaforme operanti nei principali mercati, quali Stati Uniti, Regno Unito, Cina ed Australia, rilevando un CAGR²¹⁷ del 123% dal 2010 al 2014, con un tasso di crescita annuo atteso del 51% fino al 2020, pari a circa 153,3 miliardi di dollari.²¹⁸

²¹⁷ Il CAGR (Compound Annual Growth Rate), o tasso annuo di crescita composto, è un indice che rappresenta il tasso di crescita di un certo valore in un dato arco di tempo; il CAGR non è il rendimento effettivo ma un numero fittizio che descrive la velocità con cui un investimento sarebbe cresciuto se fosse cresciuto ad un tasso costante.

²¹⁸ Morgan Staley, 2015. *Global Marketplace Lending. Disruptive Innovation in Financials*. Pp. 6-7.

Figura 31: Proiezione del CAGR globale del peer-to-peer Lending dal 2010 al 2020



Questi risultati, sebbene siano il frutto di previsioni e stime, dovrebbero essere presi in considerazione dagli istituti di credito, il 70% dei quali negli ultimi cinque anni non ha migliorato la propria efficienza in termini di costi, come rappresentato dal grafico seguente.²¹⁹

Certamente resta da verificare se le previsioni di crescita di questo fenomeno risulteranno effettivamente tali nei prossimi 5-10 anni e quale sarà l'evoluzione dei tassi di interesse nel lungo periodo; tuttavia ritengo che gli istituti finanziari non debbano sottovalutare questa forma di finanza alternativa, non solo per le dimensioni che ha assunto il fenomeno, ma per la rivoluzione tecnologica che queste piattaforme portano con sè.

Nel prossimo futuro avremo la possibilità di vedere se l'affermazione di Bill Gates di due decenni fa, secondo cui il sistema bancario è necessario, ma le banche non lo sono, è fondata e se le piattaforme di Peer-to-Peer Lending rivoluzioneranno il sistema finanziario così come hanno fatto Walmart nel commercio al dettaglio, Uber nel sistema dei trasporti ed Airbnb nel mercato del turismo.

²¹⁹ Moldow. A trillion Dollar Market. By the People, for the People. How marketplace Lending will remake banking as we know it. General Partner. Foundation Capital. P. 12.

Bibliografia

Aranoff A., 2016. *Line between Banks and Marketplace Lenders Thinner than you Think*. The American Banker, 11/03/2016. [Online] disponibile al link:

<https://www.americanbanker.com/opinion/line-between-banks-and-marketplace-lenders-thinner-than-you-think>

Armstrong, 2006. "Competition in two-sided markets". The RAND Journal of Economics, Volume 37, No. 3, Autunno 2006, PP. 668-691.

Banca d'Italia, 2014. Relazione annuale, anno 2013. Roma, 30 Maggio 2014.

Barasinska N., Schäfer D., 2014. *Is Crowdfunding Different? Evidence on the Relation between Gender and Funding Success from a German Peer-to-Peer Lending Platform*. German Economic Review. Volume 15, Articolo 4, PP. 436-452.

Belleflame P. et al., 2015. Crowdfunding: Tapping the right crowd. Journal of Business Venturing. Volume 29, PP. 585-609.

Bernardi M., 2015. *Un'introduzione alla Sharing Economy*. Ebook della serie Laboratorio Expo KEYWORDS, Fondazione GianGiacomo Feltrinelli. [Online] disponibile al link: http://en.fondazionefeltrinelli.it/dm_0/FF/FeltrinelliPubblicazioni/allegati/Bernardiindex.htm

Bijkerk W., Tendulkar R., Uddin S., Worner S., 2012. *Systemic Risk Identification in Securities Markets*. IOSCO Research Department: Staff Working Paper.

Bofondi M., 2017. *Il Lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*. Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers). Marzo 2017, No. 375.

Borello G. et al., 2014. *Le piattaforme di financial return crowdfunding nell'Unione Europea*. Bancaria, Volume 17, PP. 77-90.

Botsman R., 2013. *The sharing economy lacks a shared definition*. Fastcompany, 21/11/2013 [Online] disponibile al link: <https://www.fastcompany.com/3022028/the-sharing-economy-lacks-a-shared-definition>

Botsman R. e Rogers R., 2010. *What's mine is yours: The Rise of Collaborative Consumption*. HarperCollins Publishers Inc.

Caillaud B. e Jullien B., 2003. "*Chichen & egg: competition among intermediation service providers*", The RAND Journal of Economics, Volume 34, No.2, PP. 309-328.

Carignani, Gemmo V., 2007. *Prestiti peer-to-peer: modelli di business e strategie*. Working Paper, Credito Popolare, Volume 14, N. 3-4, PP. 409-425.

Chaffee E., Rapp G., 2012. *Regulating Online Peer-to-Peer Lending in the Aftermath of Dodd-Frank: In Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry*. Washington and Lee Law Review, Volume 69, Issue 2, Articolo 4, PP. 485-533.

Choudary S. P., 2015. *Platform Scale: how a new breed of startups is building large empires with minimum investment*. Singapore: Platform Thinking Labs.

Consumer Fu, 2013. *Peer to Peer lending: Investment and Loans Strategies*. [Online] disponibile al link:

<https://www.consumerfu.com/peer-peer-lending-investment-loan-strategies>

CSES, 2012. *Evaluation of EU Member States' Business Angel Markets and Policies Final report*. Ref. Ares(2014)3979479. [Online] disponibile al link:

<http://www.eban.org/evaluation-of-eu-member-states-business-angel-markets-and-policies-final-report>

Danmayr F., 2014. *Archetypes of Crowdfunding Platforms: A Multidimensional Comparison*. Austria: Springer Gabler.

De Buysere K., Gajda O., Kleverlaan R., Marom D., 2012. *A Framework for European Crowdfunding*. Resource Document, European Crowdfunding Network.

Deloitte, 2014. *Banking disrupted. How technology is threatening the traditional European retail banking model*. Deloitte LLP.

Deloitte, 2016. *Marketplace lending. A temporary phenomenon? An analysis of the UK market*. Deloitte LLP.

De Roure C., Pelizzon L., Tasca P., 2016. *How does P2P Lending fit into the consumer credit market?* Deutsche Bundesbank, No. 30/2016.

European Banking Federation Facts and Figures, 2012. [online] disponibile al link:

<https://www.ebf.eu/wp-content/uploads/2018/02/FF2012.pdf>

European Commission, 2013. *Crowdfunding in the EU - Exploring the added value of potential EU action*. Bruxelles: Consultation Document. [online] disponibile al link:

<http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document>

European Banking Authority (EBA), 2014. *Opinion on matters related to the perimeter of credit institutions*. EBA/Op/2014/12. [online] disponibile al link:

[https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-12+\(Opinion+on+perimeter+of+credit+institution\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-12+(Opinion+on+perimeter+of+credit+institution).pdf)

European Banking Authority (EBA), 2014. *Report to the European Commission on the Perimeter of credit institutions established in the member States*. EBA Report. [online] disponibile al link:

<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/534414/2014+11+27+-+EBA+Report+-+Credit+institutions.pdf>

European Banking Authority (EBA), 2015. *Opinion of the European Banking Authority on Lending-Based Crowdfunding*. EBA/Op/2015/03. [online] disponibile al link:

<https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+%28EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding%29.pdf>

European Commission, 2014. *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*. Bruxelles: Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European economic and social Committee and the Committee of the Regions. [online] disponibile al link:

http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/crowdfunding/140327-communication_en.pdf

European Commission, 2016. *Crowdfunding in the EU Capital Market Union*. Bruxelles: Commission staff working paper. Appendice 2: Overview of Crowdfunding Regulatory Frameworks in a selection of EU Member States. [online] disponibile al link:

<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/10102/2016/EN/10102-2016-154-EN-F1-1.PDF>

Evans D. S. e Schmalensee R., 2007. *"Catalyst Code: The Strategies behind the World's Most Dynamic Companies"*, Cambridge, MA: Harvard Business School Press.

Evans D. S. e Schmalensee R., 2010. *"Failure to Launch: Critical Mass in Platform Businesses"*. Review of Network Economics, Volume 9, Articolo 1, pp. 1-26.

Evans D. S., 2011. *"Platform Economics: Essays on Multi-Sided Businesses"*. Competition Policy International (CPI), [online] disponibile al link:

<https://www.researchgate.net/publication/255857410> The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses

Evans D. S. e Schmalensee R., 2012. *"The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses"*. Oxford Handbook on International Antitrust Economics, Volume 1, R. Blair e D. Sokol, eds., Oxford University Press, Forthcoming, University of Chicago Institute for Law & Economics Olin, Research Paper.

Farnish C., 2013. *Peer-to-Peer Lenders Welcome FCA Regulation*. [Online] disponibile al link: www.CCRMagazine.co.uk

Filotto U., 2016. *Peer-to-peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*. Banca e Mercati, Bancaria Editrice.

Financial Conduct Authority (FCA), 2015. *A Review of the regulatory regime for Crowdfunding and the Promotion of non-readily realisable securities by other media*. Corporate & Financial. UK Developments. [Online] disponibile al link:

<https://www.fca.org.uk/publication/thematic-reviews/crowdfunding-review.pdf>

Frezza B., 2013. *Caveat Emptor Banking: Peer-to-Peer Lending Challenges Too-Big-To-Fail Status Quo*. Forbes, 13/08/2013. [Online] disponibile al link:

<https://www.forbes.com/consent/?toURL=https://www.forbes.com/sites/billfrezza/2013/08/13/caveat-emptor-banking-peer-to-peer-lending-challenges-too-big-to-fail-status-quo/>

Gabison G. A., 2015. *Understanding Crowdfunding and its Regulations: How can Crowdfunding help ICT Innovation?* Lussemburgo: European Commission, Joint Research Centre, Institute for Prospective Technological Studies. [Online] disponibile al link:

<http://publications.jrc.ec.europa.eu/repository/handle/JRC92482>

Goldman Sachs, 2015. *The future of Finance. The rise of the new Shadow Banking*. Goldman Sachs Global Investment Research. 3 Marzo 2015, Equity Research.

Herzenstein M., Soenshein S., Dholakia U., 2011. *Tell Me a Good Story and I May Lend You Money: The Role of Narrative in Peer-to-Peer Lending Decisions*. Journal of Marketing Research, Volume 48, No. SPL, PP. 138-149.

IOSCO, 2013. *Securities Markets Risk Outlook 2013-14*. International Organization of Securities Commissions RO2/11/13. [Online] disponibile al link:
<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD426.pdf>

Jenkins P., 2013. *Why peer-to-peer lending remains inherently unsafe*. Financial Times, 22/07/2013. [Online] disponibile al link:
<https://www.ft.com/content/04d6bdce-f2ee-11e2-802f-00144feabdc0>

Jullien B., 2011. *“Competition in Multi-Sided Markets: Divide and Conquer*. American Economic Journal: Microeconomics, Volume 3, No.4, PP. 186-220.

Kappel T., 2009. *Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S*. Loyola of Los Angeles Entertainment Law Review. [Online] disponibile al link:
<http://digitalcommons.lmu.edu/elr/vol29/iss3/3>

Kirby E., Worner S., 2014. *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*. IOSCO Research Department. Staff Working Paper: [SWP3/2014]. [Online] disponibile al link:
<https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>

Lynn T., Rosati P., 2017. *Investors divide in peer-to-peer Lending*. Silicon Republic, 23/11/2017. [Online] disponibile al link:
<https://www.siliconrepublic.com/start-ups/p2p-lending-peer-to-peer-investors>

Mariotto C., 2016. *Essays on Innovation in Retail Banking*. Thèse de doctorat de l'Université de recherche Paris Sciences et Lettres PSL Research University. [Online] disponibile al link:
<https://pastel.archives-ouvertes.fr/tel-01736258/document>

Massolution, 2013. *The Crowdfunding Industry Report*. CrowdExpert.com, 12/01/2016. [Online] disponibile al link: <http://crowdexpert.com/crowdfunding-industry-statistics/>

Mays E., 2001. *The Handbook of Credit Scoring*. Chicago: Glenlake Publishing Company.

McKinsey, 2015. *The fight for the customer*. McKinsey Global Banking. Annual Review. [Online] disponibile al link:

<https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/the-fight-for-the-customer-mckinsey-global-banking-annual-review-2015>

Milne A. e Parboteeah P., 2016. *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*. Bruxelles: European Credit Research Institute. ECRI Research Report No. 17. [Online] disponibile al link:

<https://www.ceps.eu/publications/business-models-and-economics-peer-peer-lending>

Moldow, C., 2014. *A trillion Dollar Market. By the People, for the People. How marketplace Lending will remake banking as we know it*. General Partner. Foundation Capital. [Online] disponibile al link:

<http://www.marketwired.com/press-release/trillion-dollar-market-people-people-how-marketplace-lending-will-remake-banking-as-1907028.htm>

Morgan S., 2015. *Global Marketplace Lending. Disruptive Innovation in Financials*. Morgan Stanley Research Global. [Online] disponibile al link:

<https://bebeez.it/wp-content/blogs.dir/5825/files/2015/06/GlobalMarketplaceLending.pdf>

Morre E., Moules J., 2011. *Peer-to-peer loans company closes*. Financial Times, 07/12/2011. [Online] disponibile al link:

<https://www.ft.com/content/2db417a6-20c1-11e1-816d-00144feabdc0>

Morse A., 2015. *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, Annual Review of Financial Economics, Volume 7, PP. 463-482

Parker G. G., Van Alstyne M. e Choudaroy S.P., (2016). *Platform revolution: How networked markets are transforming the economy and how to make them work for you*. New York: W. W. Norton.

Pierrakis e Collins, 2013. *Banking on each other. Peer-to-peer lending to business: evidence from Funding Circle*. Nesta. [Online] disponibile al link:

https://www.fundingcircle.com/docs/Nesta_P2P_Lending_to_Business.pdf

Politecnico di Milano, 2017. *2° Report Italiano sul Crowdfunding*. Milano: Osservatorio di Crowdfunding della School of Management. [Online] disponibile al link:

<http://www.osservatoriocrowdfunding.it/>

PWC, 2014. *Retail Banking 2020, evolution or revolution*. [Online] disponibile al link:

<https://www.pwc.com/gx/en/industries/financial-services/banking-capital-markets/banking-2020.html>

PWC, 2015a. *Peer pressure. How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending -industry*. [Online] disponibile al link:

www.pwc.com/consumerfinance

PWC, 2015b. *Where traditional and tech meet. How banks and marketplace lenders can partner up*. [Online] disponibile al link:

<https://www.pwc.com/us/en/industries/banking-capital-markets/consumer-finance/library/marketplace-lenders-banks.html>

Rochet J. C. e Tirole J., 2006. *Two-Sided Markets: A Progress Report*. The RAND Journal of Economics, Volume 37, No. 3, Autunno 2006, PP. 645-667.

Rysman M., 2009. *The Economics of Two-Sided Markets*. Journal of Economic Perspectives. Volume 23, Articolo 3, PP. 125-43.

Stokes K., Clarence E., Anderson L., Rinne A., 2014. *Making Sense of the UK Collaborative Economy*. Nesta e Collaborative Lab. [Online] disponibile al link:

<https://www.nesta.org.uk/report/making-sense-of-the-uk-collaborative-economy/>

Stone A., 2015. *Institutional Investors Poised to Jump Into Peer-to-Peer Lending*. The American Banker, 02/06/2015. [Online] disponibile al link:

<https://www.barrons.com/articles/institutional-investors-poised-to-jump-into-peer-to-peer-lending-1433267945>

Stone B., 2017. *The Upstarts: How Uber, Airbnb, and the Killer Companies of the New Silicon Valley Are Changing the World*. New York: Little Brown and Company.

Tendulkar R., 2013. *Cyber-crime, securities markets and systemic risk*. IOSCO Research Department Staff Working Paper: [SWP2/2013]. [Online] disponibile al link: <https://www.iosco.org/research/pdf/swp/Cyber-Crime-Securities-Markets-and-Systemic-Risk.pdf>

Traders L., 2011. *5 Lending Club Risks: Why peer to Peer May Lend Itself to Problems*. [Online] disponibile al link: <http://lazytraders.com/insights/5-lending-club-risks-why-peer-to-peer-may-lend-itself-to-problems/>

United States Government Accountability Office, 2012. *Person-to-Person Lending: New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows*. GAO, 07/07/2011. [Online] disponibile al link: <https://www.gao.gov/products/GAO-11-613>

US Department of Treasury, 2016. *Financial Report of the U.S. Government*. Bureau of the Fiscal Service. [Online] disponibile al link: https://www.fiscal.treasury.gov/fsreports/rpt/finrep/fr/fr_index.htm?utm_term=FederalAccounting

Verstein A., 2012. *Misregulation of Person to Person Lending*. Yale Law School, Lecturer and Other Affiliate Scholarship Series No. 8.

Wardrop et al., 2015. *Moving Mainstream: The European Alternative Finance Benchmarking Report*. University of Cambridge, Judge Business School. [Online] disponibile al link: <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/moving-mainstream/#.Wzpqg0iFPIU>

Zervas G., Proserpio D., Byers J.W., 2017. "The Rise of the Sharing Economy: Estimating the Impact of Airbnb on the Hotel Industry". *Journal of Marketing Research*, Volume 54, No. 5, PP. 687-705.

Zopa, 2005. *An Intro to Zopa and Credit Scoring*. Zopa web site, 18/10/2005. [Online] disponibile al link: <https://blog.zopa.com/2005/10/18/an-intro-to-zopa-and-credit-scoring/>

Zopa, 2015. *Zopa Celebrates 10th Anniversary by Lending Over £750 Million in P2P*. [Online] disponibile al link: http://cdn.zopa.com/pressrelease/2015/zopa_10th_anniversary.pdf

Normativa

Codice Civile, art. 1813 - 1815

D. Lgs, 24 febbraio 1998

D. Lgs. 11/2010

D. Lgs 385/1993

Delibera 584/2016 della Banca d'Italia

Direttiva 2015/2366

Direttiva 2013/36/UE

Direttiva 2009/110/CE del Parlamento europeo e del Consiglio

Direttiva 2008/48/EC

Direttiva 2007/64/CE del Parlamento europeo e del Consiglio

Direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio

Direttiva 2005/29/EC

Direttiva 2002/65/EC

Direttiva 93/13/EEC

European Parliament Resolution, 9 Luglio 2015. Building a Capital Markets Union.

(2015/2634(RSP)).

European Parliament Resolution, 19 Gennaio 2016. Stocktaking and challenges of the EU

Financial Services Regulation: *impact and the way forward towards a more efficient and effective EU framework for Financial Regulation and a Capital Markets Union.*

(2015/2106(INI)).

Legge di Bilancio 2018

Regolamento n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio

Testo Unico Bancario

Sitografia

- <http://p2pfa.info>
- <http://www.p2plendingitalia.com>
- <http://www.smartika.it>
- <https://www.prestiamoci.it>
- <https://strategyzer.com/canvas/business-model-canvas>
- <https://www.borsadelcredito.it>
- <https://www.fundingcircle.com/uk/>
- <https://www.lendingworks.co.uk>
- <https://www.lendingclub.com/info/statistics.action>
- <https://www.prosper.com>
- <https://www.ratesetter.com>
- <https://www.zopa.com>
- <http://investor.trustbuddy.com>
- <https://www.bancaditalia.it>
- <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/>
- <http://www.bankpedia.org/index.php/it/88-italian/b/18708-basilea-iii>
- <http://www.consob.it>
- https://www.federalreserve.gov/consumerscommunities/cra_about.htm
- [https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2015/
raccolta-risparmio-soggetti-diversi-banche/documento-di-consultazione.pdf](https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2015/raccolta-risparmio-soggetti-diversi-banche/documento-di-consultazione.pdf)
- <http://www.icer.it/cartolarizzazione-cose-funzioni-vantaggi>
- [http://finovate.com/prospers-growth-history-4-billion-in-loan-originations-since-launch
archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf](http://finovate.com/prospers-growth-history-4-billion-in-loan-originations-since-launch-archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf)
- <http://www.crowdfundingbuzz.it/banca-ditalia-riconosce-lending-crowdfunding-ce-ancora/>

- <http://www.p2plendingitalia.com/prestatore/197-balzo-dimensionale-per-il-p2p-lending-italiano-nel-quarto-trimestre-2017>
- <http://www.altfidata.com/marketdata>
- <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=TA&reference=P8-TA-20160006&language=EN&ring=A8-2015-0360>
- <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+TA+P8-TA-20150268+0+DOC+XML+V0//EN>
- <http://www.ft.com/cms/s/0/04d6bdce-f2ee-11e2-802f-00144feabdc0.html#axzz2iKz7j0Sz>
- <http://www.ft.com/cms/s/0/2db417a6-20c1-11e1-816d-00144feabdc0.html#axzz1fstqp4xA>
- <http://www.fastcoexist.com/welcome.html?destination=http://www.fastcoexist.com/3022028/the-sharing-economy-lacks-a-shared-definition#1>
- <http://www.labsus.org/2014/07/shareexpo-linee-guida-per-la-sharing-economy>
- <http://www.thepeoplewhoshare.com/blog/what-is-the-sharing-economy>
- <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/IT/1-2016-356-IT-F1-1.PDF>
- http://www.collaboriamo.org/media/2015/11/Mappatura2015_00.pdf
- http://en.fondazionefeltrinelli.it/dm_0/FF/FeltrinelliPubblicazioni/allegati//Bernardi/index
- <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2016/IT/1-2016-356-IT-F1-1.PDF>
- http://www.treccani.it/enciclopedia/new-economy_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/
- <http://omniacommunia.org/2007/05/11/intervista-a-yochai-benkler>
- <http://www.prnewswire.co.uk/news-releases/peer-to-peer-lending-hits-the-mainstream-as-zopa-lends-over-half-a-billion-pounds-253316391.html>
- <http://www.businesswire.com/news/home/20140122006447/en/eBay-Reports-Fourth-Quarter-Full-Year-2013#.U78gT42SwtQ>

Ringraziamenti

Alla mia famiglia, che mi fa sentire amata e supportata nelle scelte della mia vita e che cammina sempre al mio fianco.

A Carmela, la mia migliore amica, che rappresenta da 12 anni un punto fermo nella mia vita.

A Marcella, Eleonora, Francesca, Lorenzo, Edoardo e Rocco, che sono il mio sole nella nebbia del Nord.

Alle mie coinquiline e alla mia compagna di stanza, con le quali ho condiviso la quotidianità di questi anni da fuorisede e che hanno saputo tirare fuori la parte più allegra e spensierata di me.

A Marco, Francesco, Fiorella, Raffaele, Maria Alessia e Luca, che non mi hanno mai fatto mancare l'affetto ed i sapori della mia città.

A Sara e Rita, che mi hanno dimostrato che l'amicizia supera qualsiasi distanza fisica.

A Maria, che mi ha insegnato che un traguardo non è un punto di arrivo ma soltanto un punto di partenza!