



DIPARTIMENTO DI IMPRESA E MANAGEMENT

Cattedra di Economia dei Mercati e degli Intermediari Finanziari

**Banche e società FinTech: prime evidenze sui mercati  
finanziari**

Relatore:

**Prof. Daniele Previtoli**

Candidato:

**Francesco Cipriano**

**Matr. 225501**

Anno accademico: 2019/2020

In memoria della mia cara amica Laila

# Indice

<b>Introduzione</b> .....	4
<b>CAPITOLO I</b> .....	6
<b>Il FinTech: cos'è e quale è l'impatto sul settore finanziario</b> .....	6
<b>1.1 Tratti principali del fenomeno</b> .....	6
<b>1.2 I modelli di business delle società FinTech</b> .....	9
<b>1.3 I rischi del fenomeno FinTech</b> .....	14
<b>Il rischio sistemico</b> .....	18
<b>1.4 Quadro regolamentare del settore FinTech</b> .....	20
<b>CAPITOLO II</b> .....	23
<b>Reazioni strategiche, M&amp;A e reazione al prezzo delle azioni: teoria e letteratura</b> .....	23
<b>2.1 Il FinTech come stimolo di crescita per il settore bancario</b> .....	23
<b>2.2 La logica, i vantaggi e i rischi delle operazioni di fusione e acquisizione</b> .....	28
<b>2.3 M&amp;A tra banche e FinTech e reazione del prezzo delle azioni: argomenti teorici</b> .....	30
<b>2.4 Una panoramica della letteratura</b> .....	31
<b>CAPITOLO III</b> .....	33
<b>Dati e metodologia</b> .....	33
<b>3.1 Campione di dati</b> .....	33
<b>3.2 Metodologia</b> .....	35
<b>CAPITOLO IV</b> .....	40
<b>Risultati empirici</b> .....	40
<b>4.1 Annuncio M&amp;A e reazione del mercato</b> .....	40
<b>CAPITOLO V</b> .....	46
<b>Conclusioni</b> .....	46
<b>Bibliografia e sitografia</b> .....	49

# Introduzione

Negli ultimi trent'anni il settore bancario nei Paesi sviluppati è stato testimone di importanti cambiamenti strutturali che hanno portato al suo consolidamento attraverso un gran numero di fusioni e acquisizioni (M&A) e all'aumento delle partecipazioni incrociate. I principali fattori che hanno contribuito a questi sviluppi sono stati i progressi tecnologici, la globalizzazione dei mercati finanziari, il rafforzamento della vigilanza sui sistemi di credito, la creazione di un mercato finanziario unico e nell'Unione Europea (UE) l'introduzione dell'Euro.

Il settore bancario è uno dei settori economici più tradizionali e conservatori, recentemente si è trovato a dover affrontare innovazioni potenzialmente dirompenti basate sulla tecnologia e soluzioni basate sull'Internet<sup>1</sup>. Lo sviluppo tecnologico e la digitalizzazione giocano un ruolo fondamentale nel settore finanziario, consentendo alle banche di creare valore in un ambiente in rapida evoluzione. La crescente pervasività delle imprese tecnologiche che offrono servizi finanziari ha portato a una crescente pressione sulle banche tradizionali a modernizzare le loro attività principali. Molte banche affrontano le sfide della digitalizzazione collaborando con le società FinTech che offrono servizi finanziari tecnologicamente avanzati. Le acquisizioni di imprese legate alle tecnologie finanziarie sono uno dei modi per ottenere conoscenze e vantaggi vitali.

Tenendo conto dei suddetti sviluppi, del significativo contributo del settore bancario nel processo di credito e nell'economia è sorprendente che siano emersi solo pochi studi per valutare la reazione del mercato azionario agli annunci di M&A tra banche e società FinTech.

Secondo la CONSOB «con il termine "Fintech" viene generalmente indicata l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può tradursi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, ed anche nuovi operatori di mercato».

Dopo la crisi finanziaria, le imprese non bancarie sono state in grado di fornire servizi finanziari grazie a cambiamenti politici come la Direttiva Europea sui Servizi di Pagamento (PSD2) che consente ai fornitori terzi di elaborare pagamenti senza licenza bancaria (come PayPal e Google Pay,

---

<sup>1</sup> G. Navaretti, G. Calzolari, J. M. Mansilla-Fernandez & A. Pozzolo. Fintech and Banking. Friends or Foes? SSRN (2018). [https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3099337\\_code193151.pdf?abstractid=3099337&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3099337_code193151.pdf?abstractid=3099337&mirid=1)

Samsung Pay, Apple Pay). Dunque, molte delle recenti innovazioni hanno avuto luogo al di fuori del settore bancario. Questi cambiamenti nella fiducia dei consumatori nei confronti delle banche e i cambiamenti normativi che ne sono seguiti hanno portato a un ulteriore consolidamento in un settore che ha avuto forti pressioni di consolidamento negli ultimi decenni<sup>2</sup>.

Il presente studio contribuisce alla letteratura esistente cercando di gettare ulteriore luce sulla creazione di valore degli annunci di operazioni di M&A tra banche e società FinTech compiute prevalentemente nei Paesi sviluppati esaminando la reazione dei prezzi azionari delle banche acquirenti all'annuncio di operazioni di M&A nel periodo 2013-2018, utilizzando un campione differenziato. Viene stimata solo la reazione del prezzo delle azioni delle banche quotate nel breve periodo e non verrà esplorata la stima di creazione di valore per gli azionisti delle FinTech target. È stata adottata la tipica metodologia di tipo event study. Dopo una disamina del ruolo crescente delle imprese innovative del settore delle tecnologie finanziarie, il presente documento indaga le performance di breve periodo dei prezzi azionari delle banche acquirenti misurate in base ai rendimenti anomali cumulati (CAR). Secondo i risultati, nel complesso, un annuncio di M&A non sembra creare valore per gli azionisti degli acquirenti. Gli annunci di tali operazioni hanno un effetto negativo sul valore delle azioni della maggior parte delle banche analizzate per le finestre temporali di breve termine.

Il seguente documento è strutturato come segue: il capitolo 1 contiene una disamina dei tratti principali del fenomeno FinTech (1.1); dei modelli di business delle società FinTech (1.2); dei rischi del fenomeno (1.3) e del quadro regolamentare del settore (1.4). Il capitolo 2 fornisce le possibili strategie intraprese da parte delle banche allo scopo di adottare attività innovative FinTech (2.1); le possibili spiegazioni sulla logica, sui vantaggi e sui rischi delle operazioni di fusione e acquisizione intraprese dagli intermediari finanziari (2.2); l'illustrazione di argomenti teorici riguardanti la reazione del prezzo delle azioni a seguito di attività di fusione e acquisizione (2.3); una rassegna della letteratura che copre le ricerche precedenti sulla performance post-acquisizione (2.4). La sezione 3 è dedicata all'illustrazione del campione dei dati (3.1) e alla metodologia che descrive i dati del campione (3.2). La sezione 4 presenta i risultati empirici di questo studio accompagnati da una discussione della ricerca condotta. L'ultima sezione, il capitolo 5, conclude i risultati e i contributi e descrive i limiti metodologici dello studio.

---

<sup>2</sup> A. N. Berger, R. S. Demsetz, & P. E. Strahan, "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future". *Journal of Banking & Finance* (1999), Volume 23, Issues 2–4, Pages 135-194 (February 1999). <https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v23y1999i2-4p135-194.html>

# CAPITOLO I

## Il FinTech: cos'è e quale è l'impatto sul settore finanziario

### 1.1 Tratti principali del fenomeno

Secondo la CONSOB<sup>3</sup> (2017) con il termine "Fintech", che deriva dalla crasi di due parole, finanza e tecnologia, viene generalmente indicata l'innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può tradursi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, ed anche nuovi operatori di mercato. Viene inoltre utilizzato per quelle aziende che forniscono servizi finanziari tramite sistemi basati sulla tecnologia e che sono capaci di operare nel settore finanziario tramite innovative modalità strutturali e distributive, andando ad inserirsi nel contesto della digital economy.

Il fenomeno FinTech è dunque un'innovazione all'interno dell'industria finanziaria tradizionale, favorito dal dirompente sviluppo tecnologico degli ultimi anni. Questa serie di innovazioni tecnologiche nei servizi finanziari è considerabile come un fattore *disruptive* per il tradizionale settore finanziario, tanto che ha già iniziato a cambiare e rivoluzionare le modalità con cui le Istituzioni Finanziarie incumbent operano. Grazie anche alla sharing economy, che sta prendendo piede soprattutto tra i giovani, alla regolamentazione permissiva e allo sviluppo della tecnologia dell'informazione (IT<sup>4</sup>) si rimodella il settore finanziario, migliora la qualità dei servizi erogati e i costi a questi collegati, col raggiungimento di un'industria finanziaria differente e più stabile<sup>5</sup>.

Le società FinTech hanno un caratteristico vantaggio competitivo rispetto ai classici intermediari finanziari: la capacità di sfruttare il loro potenziale tecnologico per offrire servizi finanziari in nuove modalità attraverso piattaforme telematiche, in modo tale da espandere i mercati di incontro tra domanda e offerta di servizi finanziari.

La competizione digitale messa in atto dalle società FinTech è focalizzata ad attaccare determinate linee di business degli IF<sup>6</sup> tradizionali; le FinTech infatti tramite i loro molteplici canali di intermediazione diretta, creano nuovi mercati e riescono a sottrarre opportunità di business alle banche offrendo servizi finanziari specifici in un preciso ambito operativo. Altra caratteristica che

---

<sup>3</sup> Sito web: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/sezione-fintech>

<sup>4</sup> Information Technology

<sup>5</sup> Lee I. & Shin Y. J. "Fintech: Ecosystem, business models, investment decisions, and challenges". Business Horizons, 61(1), pp. 35-46 (2018). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681317301246>

<sup>6</sup> Intermediari Finanziari

avvantaggia le FinTech è l'alta specializzazione rispetto agli Intermediari Finanziari che permette loro di operare con strutture operative meno complesse e più snelle.

Il fenomeno FinTech nasce come risposta ad un bisogno di disintermediazione, cioè la riduzione del ricorso agli intermediari nella compravendita di beni e servizi per opera della diffusione di Internet dove società più agili, come quelle FinTech, facilitano il contatto diretto tra domanda e offerta di servizi finanziari. Sono società di piccola dimensione, di solito *newcomers* nel settore finanziario, che sfidano con poche risorse grandi banche consolidate i cui modelli di business sono diventanti, col passare del tempo, sempre più onnicomprensivi di una moltitudine di servizi finanziari indirizzati ad un'ampia e variegata clientela. Ciò ha comportato, per gli istituti finanziari, lo sviluppo di complesse e rigide strutture organizzative anche a causa della severa regolamentazione e sorveglianza a cui sono sottoposti.

Rispetto ai player tradizionali i nuovi entranti digitali riescono ad offrire, a prezzi competitivi e con un alto standard tecnologico, una vasta serie di servizi di finanziamento, di pagamento, di investimento e di consulenza, scorporando queste specifiche linee di business alle banche tradizionali<sup>7</sup>.

MCKinsey individua i principali segmenti di servizi e prodotti finanziari più a rischio ad essere disaggregati: di finanziamento, di pagamento e di investimento.

- Il segmento del credito riguarda le attività dei finanziamenti e della raccolta di capitale che rispettivamente vengono messe a repentaglio dall'ascesa del peer-to-peer lending e dell'equity crowdfunding con i quali l'avvento dirompente del FinTech sta avvenendo con successo (Ferrari, 2016). Il P2P lending, definito anche come *marketplace lending*, non è un prodotto diverso dai prestiti offerti dalle banche ma è diverso nel processo di ricerca della controparte grazie all'utilizzo di un marketplace online.

- Il segmento dei pagamenti è uno dei primi ad essere stato disaggregato dalle FinTech. Si è reso sempre più necessario scambiarsi denaro virtualmente in tempo reale a costi bassi o nulli ed effettuare pagamenti digitali a causa della digitalizzazione del commercio e della nascita degli e-commerce. È stata PayPal che, grazie al suo servizio, ha dato inizio all'era dei pagamenti digitali e degli scambi di denaro istantanei da persona a persona.

---

<sup>7</sup> R. Ferrari, "FinTech Impact on Retail Banking – From a Universal Banking Model to Banking Verticalization". The FinTech Book: The Financial Technology Handbook for Investors, Entrepreneurs and Visionaries, pp. 248-252 - (2016). <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/9781119218906.ch65>

- Il segmento degli investimenti riguarda le nuove piattaforme digitali di *robo-advisory* e di investimento, grazie alle quali l'accesso alla consulenza e al trading online è facilitato e i costi per i servizi di consulenza, per le commissioni e per la gestione patrimoniali si riducono. Ciò permette anche a clienti amatoriali con una disponibilità di capitale esigua di operare nei mercati finanziari e di riuscire a pianificare le finanze personali.

L'automatizzazione dei servizi finanziari, come la gestione del portafoglio, la consulenza finanziaria e la digitalizzazione dei pagamenti, lascia intuire che le esigenze dei consumatori nell'accesso ai servizi finanziari ad alto contenuto tecnologico sono profondamente mutate e che i timori verso la dematerializzazione dei servizi finanziari sono diminuiti nel corso degli ultimi anni specialmente nella fascia di popolazione più giovane<sup>8</sup>.

Le società FinTech stabiliscono relazioni con i propri clienti -basate sulla semplicità e sulla trasparenza, personalizzabilità e convenienza dei servizi finanziari tecnologici che offrono- diverse da quelle instaurate dagli intermediari bancari tradizionali. Le tecnologie *disruptive* delle società FinTech si diffondono sempre più tra i consumatori che, beneficiandone, inducono altri nuovi consumatori a farne uso. Ciò potrebbe spiazzare la tecnologia finanziaria degli incumbent nel lungo termine. L'effetto spiazzamento richiede diversi anni o decenni e non è detto che si verifichi causando la completa eliminazione degli Intermediari Finanziari tradizionali. Potrebbero, piuttosto, crearsi nuovi business model differenti in alcuni aspetti da quelli preesistenti. È stato condotto uno studio in cui si riportano le interviste di alcuni dirigenti bancari a cui è stato chiesto se le società FinTech possono essere considerate come *disruptive* per le banche tradizionali<sup>9</sup>. Le risposte sono state classificate in vari gruppi:

- a) un gruppo ritiene che il fenomeno Fintech non sia ancora così distruttivo del settore bancario, che ancora non abbia preso piede (“there is not disruption yet”) e che potrebbe stimolare il settore in cui si inserisce;
- b) un secondo gruppo crede che il processo di disintermediazione sia già iniziato e che le FinTech abbiano una tecnologia migliore per fornire soluzioni migliori delle banche;
- c) un terzo gruppo ritiene invece che le società Fintech riusciranno a disaggregare solamente alcuni segmenti di servizi e prodotti finanziari;

---

<sup>8</sup> La fascia di popolazione più giovane a cui si fa riferimento sono la generazione Y ovvero i millennials nati tra gli inizi degli anni '80 e il 1995 e la generazione Z ovvero i nativi digitali nati tra il 1995 e il 2010.

<sup>9</sup> T. Zalan & E. Toufaily “The Promise of Fintech in Emerging Markets: Not as Disruptive” Contemporary Economics, Vol. 11, Issue 4 (Dec. 2017). <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/195501/1/1029213224.pdf>



d) un quarto e ultimo gruppo sostiene che collaborazioni con società FinTech siano delle importanti opportunità di innovazione.

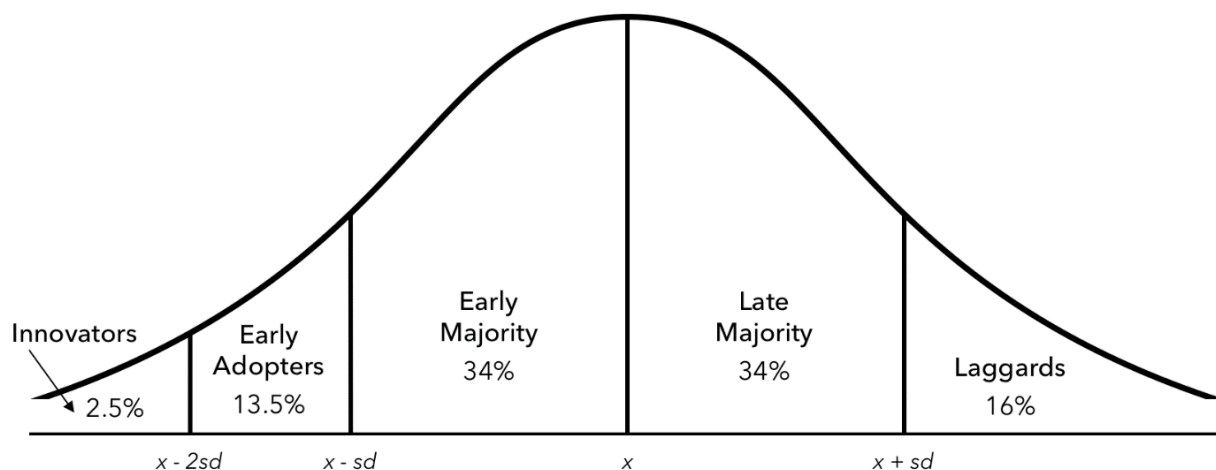
Infine, risulta evidente che le società FinTech si pongono come obiettivo strategico di lungo periodo quello di acquisire più potere all'interno del settore finanziario operando come “single interaction provider” e fornendo un'ampia gamma di servizi finanziari, anche collaborando con altre società FinTech ognuna specializzata in determinati segmenti operativi. Lo studio KPMG “Digital Banking” conferma la vision delle FinTech, per l'appunto: “[...] l'ecosistema delle fintech sta studiando e realizzando soluzioni con l'obiettivo di porsi quale single interaction provider per i servizi finanziari...” all'interno del quale non è da escludere la cooperazione con gli operatori tradizionali.

## **1.2 I modelli di business delle società FinTech**

Originariamente le società FinTech operavano solamente in pochi segmenti del settore finanziario, come quello dell'home-banking e dei servizi di pagamento, ma subito l'offerta di servizi delle stesse si è ampliata e diversificata a seguito della comparsa di numerose società FinTech. L'espansione del fenomeno FinTech è disomogenea nel mondo, in Italia ad esempio lo sviluppo del fenomeno è più contenuto rispetto al Regno Unito, agli Stati Uniti o ad alcuni Paesi più avanzati dell'Asia. Lo studio condotto da Ernst & Young sull'adozione delle tecnologie FinTech mostra l'incredibile rapidità di diffusione di questo fenomeno a livello mondiale. L'adozione dei servizi FinTech a livello globale è aumentata costantemente, passando dal 16% nel 2015 al 33% nel 2017, fino al 64% nel 2019<sup>10</sup>. Prendendo in considerazione la curva di Rogers, che illustra il modo in cui l'innovazione viene adottata dalle cinque categorie di utilizzatori, si nota che i servizi FinTech sono passati dalla fase di “early adopters” nel 2015 alla fase “late majority” nel 2019. La decisione di usufruire di servizi FinTech da parte degli individui appartenenti a questa categoria è spesso causata da una pressione sociale sempre maggiore siccome l'innovazione è divenuta un cambiamento definitivo.

---

<sup>10</sup> Ernst & Young. “Global FinTech Adoption Index 2019”. [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download)



Relationship between types of adopters classified by innovativeness and their location on the adoption curve.

SOURCE: Everett M. Rogers, *Diffusions of Innovations*, 5th ed. (New York: Free Press, 2003), p. 281.

Figura 1

È chiaro che il FinTech ha preso piede in tutto il mondo. La diffusione nell'utilizzo di servizi FinTech è alta soprattutto nei Paesi emergenti, tra cui Cina e India dove il tasso di adozione ha raggiunto, in entrambi i Paesi, l'87% degli utilizzatori attivi digitalmente, e in Russia e in Sud Africa entrambi con l'82%. L'elevato tasso di adozione nei mercati emergenti conferma che le società FinTech riescono a servire quella fetta di popolazione poco servita o esclusa dall'accesso all'utilizzo dei servizi finanziari più comuni delle istituzioni finanziarie<sup>11</sup>. Il tasso di adozione globale sta crescendo più rapidamente del previsto. L'attuale tasso di adozione globale del 64% nel 2019 supera di 12 punti percentuali il tasso di adozione del 52% previsto nell'edizione precedente del 2017<sup>12</sup>. Cosa c'è dietro questa forte crescita nell'adozione di servizi finanziari FinTech? L'ingresso degli incumbent nell'erogazione di servizi finanziari ad alto contenuto tecnologico. Gli incumbent più reattivi a questa minaccia competitiva sono quelli che hanno modificato le proprie proposte di valore e offrono servizi FinTech comparabili, sia attraverso partnership che con acquisizioni o sviluppi in-house. Negli ultimi anni, gli intermediari finanziari tradizionali hanno fatto ingresso nel settore dell'erogazione di servizi finanziari digitali nei segmenti dei cambi online, della consulenza e della gestione degli investimenti online e delle operazioni bancarie senza recarsi in filiale. Un altro fattore rilevante che spiega il rapido incremento del tasso di adozione di servizi offerti dalle società FinTech è la bassa età della clientela

<sup>11</sup> I cosiddetti soggetti unbanked che costituiscono una categoria adatta ad essere servita dai servizi FinTech online grazie anche ad una forte personalizzazione in modo che soddisfino le esigenze della clientela

<sup>12</sup> Ernst & Young. "Global FinTech Adoption Index 2017". [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-exec-summary-2017/\\$FILE/ey-fintech-exec-summary-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-exec-summary-2017/$FILE/ey-fintech-exec-summary-2017.pdf)

composta prevalentemente da individui con età compresa tra 25 e 34 anni che sono abituati ad utilizzare piattaforme digitali.

Le attività di intermediazione finanziaria svolte dalle società FinTech sono state raggruppate in quattro differenti aree operative facendo riferimento allo studio della CONSOB “Lo sviluppo del FinTech”:

- 1) “Attività di reperimento di risorse finanziarie” che comprende equity based financing e debt financing.
- 2) “Attività e servizi di investimento, che includono trading, gestione finanziaria e consulenza finanziaria”<sup>13</sup>.
- 3) “Servizi di pagamento, inerenti sia al trasferimento (nazionale o internazionale) di moneta, sia alle soluzioni di pagamento”.
- 4) “Servizi assicurativi, denominati anche InsurTech”.

1): In questa macro-classe sono comprese tutte quelle attività FinTech che permettono alla propria clientela di reperire risorse finanziarie sia a titolo di capitale (*equity based financing*), sia a titolo di debito (*debt financing*). In merito all'*equity based financing* si individuano due sottocategorie di attività svolte dalle FinTech: l'*equity crowdfunding* e il *club deal*.

L'*equity crowdfunding* viene definito “puro” se rivolto alla clientela retail (*crowd*). Le piattaforme di crowdfunding equity based consentono agli investitori retail di acquistare on-line un titolo di partecipazione in una società, di solito nella fase start-up o early stage. Viene finanziato un progetto imprenditoriale con investimenti in private equity, in modalità diretta, cioè senza la tradizionale intermediazione finanziaria e senza ricevere consulenza, da parte di una moltitudine di persone che conferisce denaro (*funding*), alla quale, di tanto in tanto, viene offerta anche una ricompensa. In Italia le società FinTech che operano come portali di equity crowdfunding devono essere autorizzate dalla CONSOB.

Le piattaforme delle società FinTech che funzionano da “vetrina” per i progetti di investimento e che sono definite “marketplace”, permettono agli investitori retail di ottenere informazioni in modo da riuscire a compiere investimenti più consapevoli. Le spese di commissione sull'importo del capitale

---

<sup>13</sup> Nello studio “Global FinTech Adoption 2019 – Ernst & Young” questa area operativa viene distinta in due specifici business model: “saving and investments” e “budgeting and financial planning”. Risulta identica, tra lo studio EY e lo studio CONSOB, il resto della classificazione.

raccolto dalle società FinTech attraverso i loro marketplace rappresentano la loro fonte di ricavo principale.

Differentemente dalle piattaforme di crowdfunding equity based pure, vi sono inoltre anche quelle che permettono solo ad investitori con specifici requisiti di apportare capitale nelle società (*club deal*). Le FinTech che operano nella categoria di crowdfunding puro e quelle che operano nella categoria di crowdfunding per investitori selezionati possono disporre di piattaforme che fungono esclusivamente da marketplace o possono effettuare sottoscrizione totali o parziali delle emissioni di capitali.

All'interno di questa macro-classe sono comprese le attività di reperimento di risorse finanziarie a titolo di debito, vale a dire il "debt financing", che riguarda l'acquisto dei titoli di debito e l'erogazione di prestiti. In questa categoria rientrano quattro ulteriori sottocategorie:

a) *Lending crowdfunding* (o *social lending*) e *peer-to-peer lending* (*P2P lending*) in cui le FinTech permettono ai clienti della piattaforma stessa di essere finanziati, se in deficit, o finanziare, se in surplus, vicendevolmente ed in modo diretto. La piattaforma FinTech può essere un marketplace se permette l'incontro virtuale tra la domanda e l'offerta di fondi in modo diretto e senza l'interposizione del proprio bilancio o può partecipare ai finanziamenti come intermediario autorizzato esponendosi al rischio di credito del prenditore di fondi

b) Finanziamenti a breve termine tramite sconto fatture (*invoice lending*) o credito commerciale in cui le società FinTech tramite le loro piattaforme permettono ai loro clienti di procurarsi risorse finanziarie tramite lo sconto di fatture o di titoli di credito pro solvendo o pro soluto. La piattaforma di lending può essere, analogamente ai casi visti precedentemente, un marketplace se prevede l'esclusivo incontro virtuale di domanda e offerta in modo diretto o può prevedere la partecipazione al finanziamento della FinTech stessa.

c & d) *Club deal* & raccolta fondi da investitori qualificati o istituzionali realizzata mediante titoli di debito in cui le FinTech permettono solo ad investitori istituzionali o con specifici requisiti di sottoscrivere titoli di debito delle società richiedenti tramite la piattaforma.

2) In questa seconda macro-classe sono comprese tutte quelle attività FinTech che permettono alla propria clientela di utilizzare piattaforme di trading online, di ricevere servizi di consulenza e servizi di gestione finanziaria.

I servizi di trading comprendono sia la fornitura di informazioni rielaborate dei mercati finanziari e di strategie di trading utilizzando l'intelligenza artificiale (AI), sia l'accesso a piattaforme di trading. Alcune delle piattaforme di trading online consentono le attività di *e-trading* e *copy-trading* (le

piattaforme di *e-trading* permettono al cliente di operare sui mercati in maniera automatizzata mentre le piattaforme di copy-trading, in aggiunta alle funzionalità dell'e-trading, permettono di seguire fedelmente le strategie operative di trading di altri trader).

I servizi di consulenza finanziaria offerti dalle FinTech vengono erogati soltanto online, il cosiddetto robo-advice. La robo-consulenza può prevedere l'integrale automatizzazione del servizio senza l'intervento di un consulente in modo diretto o combinare alla componente digitale anche quella umana. La robo-consulenza permette alle società FinTech che operano in questo business un rilevante contenimento dei costi grazie alla notevole automatizzazione dell'erogazione del servizio che può essere (più o meno) personalizzato in base ai dati e alle informazioni personali fornite dai clienti, dai quali gli algoritmi elaborano strategie di investimento appropriate al profilo di rischio/rendimento di investitori omogeni o di uno specifico investitore.

I servizi di gestione finanziaria riguardano la gestione della cassa e il salvadanaio elettronico. Con i servizi di gestione della tesoreria il cliente riesce a visualizzare e a pianificare le proprie spese (budgeting) tramite piattaforme o applicazioni tecnologiche di società FinTech che disintermediano un servizio che può essere fornito da una banca. Col salvadanaio elettronico, reso accessibile tramite un App, il cliente può accumulare il denaro e utilizzarlo per eseguire degli acquisti o, se l'operatore lo permette e se è un intermediario vigilato, di investirlo nei mercati finanziari. Questa attività di financial planning può essere considerata un equivalente ad un piano di accumulo (PAC).

3) La terza categoria dei servizi di pagamento, attività originaria delle società FinTech, include le operazioni relative al trasferimento (nazionale o internazionale) di moneta e alle soluzioni di pagamento. Sia le monete fiat che, talvolta, le monete virtuali (o criptovalute) sono oggetto di transazioni. Le criptovalute però non rientrano nei circuiti di pagamento regolamentati in quanto non sono considerate monete a corso legale. Le società FinTech necessitano di autorizzazione dalla FCA<sup>14</sup> per operare nella categoria dei servizi di trasferimento di moneta, attività riservata agli intermediari finanziari. Un servizio che non esisteva prima, è il peer-to-peer lending di cui si è già discusso precedentemente<sup>15</sup>. Il servizio di trasferimento di moneta legale è stato sostanzialmente innovato dalle società FinTech sotto il punto di vista dell'innovazione.

In merito alle soluzioni di pagamento, le FinTech che operano in questo ambito sono prevalentemente non vigilate e forniscono sistemi applicativi per eseguire i pagamenti o per realizzare raccolta fondi online.

---

<sup>14</sup> Financial Conduct Authority

<sup>15</sup> Si veda il Cap. 1.1

La categoria riguardante le attività relative al trasferimento di moneta e alle soluzioni di pagamento è quella che sta trainando di più l'adozione delle piattaforme eroganti attività FinTech, infatti: “3 out of 4 global consumers use a money transfer and payments FinTech service”<sup>16</sup>.

Il mercato dei pagamenti dell'Unione Europea è stato reso ulteriormente più sicuro con la recente introduzione della seconda direttiva sui servizi di pagamento. Grazie alla nuova direttiva PSD2 (Payment Services Directive 2) i clienti delle banche potranno accedere ai loro conti correnti bancari anche tramite operatori terzi autorizzati ed effettuare pagamenti e gestire le proprie finanze. Con tale direttiva si incoraggia l'utilizzo dell'open banking incrementando la partecipazione di istituti non finanziari ad offrire servizi finanziari. Dunque, con pochi click da computer o cellulare le società TechFin, come Facebook, Apple, Amazon, Alibaba, Netflix, Google, Microsoft e molte altre, possono ricevere pagamenti senza la mediazione di carte di credito e gestire in modo efficace i loro sistemi di pagamento.

4) Nella quarta categoria vi sono i servizi assicurativi offerti dalle società FinTech tramite le loro piattaforme *InsurTech*. Si prevede che tali piattaforme cresceranno a ritmi notevoli nei prossimi anni, che l'offerta di polizze sarà sempre più ampia e personalizzata e che si assisterà ad una profonda modificazione delle modalità di erogazione dei servizi assicurativi secondo analisi condotte a livello mondiale<sup>17</sup>.

### **1.3 I rischi del fenomeno FinTech**

La stabilità del sistema finanziario a livello mondiale è un tema delicato che è analizzato dal Financial Stability Board (FSB) il quale monitora anche come il fenomeno FinTech impatta su di essa. Il FSB cerca di seguire l'evoluzione del rischio sistemico e di ridurlo collaborando internazionalmente con le altre autorità di vigilanza.

Il settore relativo ai servizi dei pagamenti offerti dalle società Fintech suscita molta attenzione nei diversi regolatori sia a livello nazionale, sia a livello sovranazionale. Le FinTech non essendo soggette alla regolamentazione bancaria dei tradizionali intermediari finanziari, perché non eseguono le attività di raccolta di risparmio tra il pubblico congiuntamente all'attività di concessione del credito<sup>18</sup>, non sono trattate come potenziali cause di rischi sistemici.

---

<sup>16</sup> Ernst & Young. “Global FinTech Adoption Index 2019”. [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download)

<sup>17</sup> StartupBusiness - 2017

<sup>18</sup> art. 10 del Testo unico bancario, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385

Il nuovo settore del peer-to-peer lending, che permette a privati e PMI di accedere a finanziamenti senza la necessità di accedere al canale bancario, è un altro potenziale pericolo di entità sistemica. Anche se questo fenomeno è in continua espansione non viene catalogato come potenziale causa di rischi sistemici, come citato dall'allora Governatore della Banca d'Inghilterra in carica Mark Carney: "Due to its small scale and business models, the P2P lending sector does not, for now, appear to pose material systemic risks"<sup>19</sup>.

Le alte barriere all'entrata, dovute alle elevate risorse economiche necessarie per entrare nel settore FinTech e alle economie di scala generate dalla tecnologia continuamente in evoluzione, sono causa dell'incremento di concentrazione in questo settore, che nel lungo andare si ripercuoterà sui consumatori.

L'eccessivo sovraindebitamento dei clienti FinTech, favorito dalla facilità di accesso al credito, può comportare un aumento del rischio di credito e del rischio sistemico determinando l'aumento della probabilità di default<sup>20</sup>.

Un ulteriore fenomeno da considerare è l'aumento significativo dei rischi operativi delle società FinTech che, tramite l'utilizzo di tecnologie di *robo-advice* e di algoritmi sensibili alle oscillazioni dei prezzi sul mercato o a correlazioni, potrebbero causare un eccesso di volatilità o aumentare la prociclicità. Senza dubbio è la natura stessa delle società FinTech, il cui business model è basato sull'utilizzo di software e big data e sull'innovazione tecnologica, che porta con sé rischi di tipo operativo e strategico. L'esposizione a questi nuovi rischi "emergenti" cresce con l'evoluzione dei sistemi informatici e dipende dalle specifiche attività, dai business model e dai sistemi tecnologici di ciascuna FinTech.

Oltre ai rischi meramente economici, con il FinTech ci si imbatte anche in rischi di tipo tecnologico, cioè in rischi nell'ambito dell'*information technology* (IT) relativi alla violazione degli archivi di dati in rete, all'hackeraggio degli account e alla diffusione fraudolenta delle informazioni personali dei clienti. Le società FinTech sono esposte agli attacchi informatici, ovvero il "cyber risk", essendo le loro strutture operative prevalentemente o interamente informatiche e basate sull'utilizzo e sull'analisi dei big data. Emerge, come conseguenza del cyber risk, anche il rischio reputazionale quando le informazioni sensibili degli utenti vengono divulgate in violazione del regolamento sulla privacy. Per tutelare i clienti delle società FinTech esposti al rischio di attacchi informatici e le società

---

<sup>19</sup> M. Carney. "The Promise of FinTech – Something New Under the Sun?" Speech (2017). <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/The-Promise-of-FinTech-%E2%80%93-Something-New-Under-the-Sun.pdf>

<sup>20</sup> S. Chava, N. Paradkar & Y. Zhang. "Winners and Losers of Marketplace Lending: Evidence from Borrower Credit Dynamics". Georgia Tech Scheller College of Business Research Paper No. 18-16 2018. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3178322](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3178322)

stesse oggetto di attacco, molte società assicurative hanno cominciato ad erogare coperture assicurative per questo tipo di eventi. L'esposizione ai rischi reputazionali, legati ad eventuali attacchi informatici, incentiva le FinTech ad autoregolamentare la gestione dell'erogazione dei loro servizi e a presidiare la trasparenza verso i clienti e le autorità di vigilanza, mitigando di conseguenza anche i rischi operativi.

Considerando che le piattaforme delle società FinTech operano prevalentemente per conto terzi e non per conto proprio, permettendo l'incontro virtuale tra la domanda e l'offerta (marketplace), i rischi ricadono per lo più sui clienti. La clientela delle società FinTech, specialmente quelle non sottoposte a vigilanza, è scarsamente tutelata rispetto alla clientela degli IFV<sup>21</sup>. I clienti delle società FinTech che operano nel settore dell'equity based financing sottoscrivono i titoli mostrati sulla piattaforma dalle imprese che richiedono finanziamenti. Gli investitori potrebbero effettuare un investimento in titoli con prezzi inaccurati e sopravvalutati e che presentano un profilo di rischio segretamente troppo elevato. L'investimento potrebbe risultare ancora più inappropriato rispetto al profilo di rischio/rendimento degli investitori nel caso in cui essi non riescano a reperire informazioni o a non riuscire a valutarlo consapevolmente con le informazioni fornite sulla piattaforma. Se è la piattaforma stessa a selezionare, su mandato del cliente, gli investimenti idonei al suo profilo di rischio, non saranno fornite altre informazioni riguardanti l'impresa richiedente fondi. Numerose autorità di vigilanza hanno imposto alle piattaforme di equity crowdfunding di sottoporre ai propri clienti questionari di appropriatezza degli investimenti scelti. Con l'incremento del numero di piattaforme di equity crowdfunding l'offerta delle iniziative pubblicizzate si è frammentata rendendo difficoltoso per l'investitore che non conosce tutte queste piattaforme l'accesso all'investimento migliore.

I clienti delle società FinTech che operano nel settore del debt financing sono esposti a rischi analoghi a quelli appena visti per gli investitori in titoli di capitale mediante i marketplace. Se la società FinTech partecipa alla sottoscrizione dei titoli di debito avrà cura di accertarsi che i richiedenti di fondi siano in grado di adempiere le proprie obbligazioni finanziarie, in quanto la FinTech si accolla il rischio di credito. L'interesse della FinTech ad esaminare il grado di solvibilità dei prenditori di fondi si riduce notevolmente se opera meramente come marketplace, vale a dire senza accollarsi il rischio di default della controparte. Anche in questo caso la piattaforma FinTech può selezionare e sottoscrivere titoli di debito per conto del datore di fondi in base al suo profilo di rischio. Di conseguenza il cliente datore di fondi effettua indirettamente sottoscrizioni di titoli di debito di un progetto scelto dalla piattaforma.

---

<sup>21</sup> Intermediari Finanziari Vigilati



Risulta chiaro che i clienti che si interfacciano al mercato dell'equity del debt financing tramite le piattaforme FinTech sono poco consapevoli ed informati riguardo alle proprie scelte di investimento/finanziamento, oltre che indirizzati verso una determinata decisione. Gli strumenti offerti dalle piattaforme delle società FinTech in questione, specialmente se non regolamentate, presentano scarsa trasparenza e bassa standardizzazione rispetto a quelli offerti dagli IFv (Bofondi, 2017<sup>22</sup>). L'assenza di un mercato secondario che permetta la negoziazione degli strumenti finanziari acquistati tramite i marketplace delle società FinTech comporta un ulteriore rischio, ovvero il rischio di liquidità.

Le piattaforme tecnologiche dalle FinTech potrebbero non sempre funzionare correttamente se le procedure e gli algoritmi utilizzati non vengono frequentemente aggiornati. Malfunzionamenti del sistema delle piattaforme possono provocare ingenti perdite economiche alla clientela, oltre che l'abbandono dei clienti frustrati e il deterioramento della reputazione della società FinTech. Il rischio di piattaforma si verifica anche quando vengono violati i sistemi di sicurezza e vengono rubate informazioni o denaro, tipicamente criptovalute.

Ulteriori rischi a cui sono esposti i clienti delle società FinTech sono i rischi connessi ai servizi di pagamento e alle monete virtuali. Le giacenze di denaro sui conti registrati presso una società FinTech e presso soggetti diversi dagli IFv divengono indisponibili nel caso in cui queste dovessero fallire, poiché tali società potrebbero non tutelare i fondi dei clienti con un sistema di garanzia dei depositi come quelli a cui sono obbligati ad aderire le banche. Ancora meno tutelati sono i clienti delle società FinTech che detengono monete virtuali<sup>23</sup> in quanto tali monete circolano fuori dai circuiti di pagamento regolamentati e non sono considerate monete a corso legale. Connessi al possesso delle monete virtuali emergono anche i rischi di volatilità<sup>24</sup>, di frode e di liquidità. Il rischio di liquidità si manifesta quando la conversione in moneta legale della moneta virtuale non è immediata. Rischio estremamente più grave è quello che si verifica quando la piattaforma non permette affatto la conversione della moneta virtuale in valuta legale. Inoltre, le valute virtuali sono soggette a forte volatilità e persino a bolle speculative.

Dunque, i rischi connessi all'utilizzo di moneta virtuale sono molteplici e resi evidenti anche dalle numerose autorità di vigilanza come BCE e EBA, le quali ritengono che vengono facilmente utilizzate per scopi illeciti, riciclaggio e frodi e che un intervento regolamentare necessiterebbe tempi lunghi.

---

<sup>22</sup> M. Bofondi. "Lending-based crowdfunding: opportunities and risks" *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* 375, Bank of Italy (2017). [https://ideas.repec.org/p/bdi/opques/qef\\_375\\_17.html](https://ideas.repec.org/p/bdi/opques/qef_375_17.html)

<sup>23</sup> Alcuni esempi di criptovalute attualmente in voga sono BitCoin, Ethereum, Ripple, LiteCoin, Monero

<sup>24</sup> Il rischio di volatilità deriva da forti e frequenti oscillazioni di valore

Quanto fin qui esposto sulle criptovalute rende chiaro che persiste l'assenza di un quadro regolamentare a livello sovranazionale applicabile alle valute virtuali e ai provider.

## **Il rischio sistemico**

Dal report sui rischi globali del 2020 realizzato dal World Economic Forum si evince che nonostante i rischi tecnologici siano da tenere in considerazione nel panorama dei rischi globali futuri, non rientrano tra i cinque rischi più rilevanti del pianeta in termini di probabilità e impatto. Sono i potenziali rischi ambientali a diventare, col passare degli anni, i più probabili e i più devastanti a livello globale.

Tuttavia, è emerso che i furti di dati e le frodi digitali (“data fraud or theft”) e gli attacchi informatici (*Cyberattacks*) sono diventati pericoli comuni per gli individui e le imprese: sono classificati rispettivamente al sesto e al settimo posto tra i rischi più probabili; gli attacchi informatici si posizionano ottavi tra i rischi globali più impattanti e al secondo posto tra i rischi più rilevanti per volume di affari a livello globale nei prossimi 10 anni.

Dunque, sta emergendo una crescente consapevolezza circa i potenziali rischi sistemici che la tecnofinanza può generare a livello mondiale, rischi che diventano sempre più inevitabili in assenza di controlli da parte delle Autorità di Vigilanza e di una regolamentazione internazionale.

La Banca dei Regolamenti Internazionali (BIS) e il Consiglio per la stabilità finanziaria (FSB) hanno individuato i possibili effetti sul sistema finanziario dovuti all'avanzamento del fenomeno FinTech. Tra gli effetti negativi causati dai rischi connessi al FinTech compaiono: erosione dei margini di profitto delle banche, peggioramento degli standard di prestito, impatto pro-ciclico, politiche di prezzo aggressive. Tra gli effetti positivi sono stati individuati: incremento dell'inclusione finanziaria, pressione concorrenziale sugli IFv incumbent. La BIS e il FSB hanno ribadito che il FinTech può non essere sottoposto a norme di vigilanza stringenti, in quanto la ridotta dimensione delle società FinTech non è sufficientemente rilevante da causare impatti significativi sulla stabilità del sistema finanziario<sup>25</sup>.

---

<sup>25</sup> Financial Stability Board (FSB). “Report on FinTech credit” (2017). <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/CGFS-FSB-Report-on-FinTech-Credit.pdf>

Figure II: The Global Risks Landscape 2020



Source: World Economic Forum Global Risks Perception Survey 2019-2020.

Note: Survey respondents were asked to assess the likelihood of the individual global risk on a scale of 1 to 5, 1 representing a risk that is very unlikely to happen and 5 a risk that is very likely to occur. They also assessed the impact of each global risk on a scale of 1 to 5, 1 representing a minimal impact and 5 a catastrophic impact. To ensure legibility, the names of the global risks are abbreviated; see Appendix A for the full name and description.

L'incredibile evoluzione digitale, le reti ultraveloci di quinta generazione (5G) e i calcoli quantistici stanno creando non solo nuove opportunità ma anche nuove minacce. L'assenza di un quadro di governance globale per la tecnologia rischia di frammentare il cyberspazio, il che potrebbe rallentare la crescita economica, aggravare rivalità geopolitiche e allargare la disuguaglianza economica.

Nel 2021, i danni causati dalla criminalità informatica potrebbero raggiungere i 6.000 miliardi di dollari, che sarebbero equivalente al PIL della terza più grande economia del mondo (WEF - 2020<sup>26</sup>).

#### **1.4 Quadro regolamentare del settore FinTech**

Nonostante gli evidenti e numerosi rischi ai quali il settore FinTech è esposto, questo ancora non è stato sottoposto ad una rigida regolamentazione che invece vale per il settore bancario. Ciò dipende anche dal fatto che le società FinTech sono classificate come società tecnologiche e che i loro business model sono differenti da quelli delle banche tradizionali<sup>27</sup> e quindi riescono ad aggirare la regolamentazione bancaria. Molti dei rischi connessi al settore FinTech, di cui si è già trattato, potrebbero causare alla stabilità finanziaria e al settore finanziario in generale effetti inaspettati, considerando inoltre che esistono altri rischi ancora sconosciuti.

Il fenomeno FinTech mette in luce diversi problemi e altrettante visioni sulle possibili aree che necessitano una normativa, si dibatte tra: tutelare la clientela, favorire lo sviluppo delle società FinTech e raggiungere pari condizioni di trattamento regolamentare con gli IFV. Agli arbori del fenomeno FinTech la normativa era bassa, si è voluta lasciare libertà volutamente affinché il mercato finanziario si espandesse e raggiungesse una maggiore efficienza. La sua straordinaria crescita ed espansione in tutto il mondo sta iniziando a far preoccupare sui rischi ad esso annessi a non pochi, i quali ritengono che la mancanza di vigilanza e regolamentazione può generare rischi al sistema finanziario in generale<sup>28</sup>.

La revisione della vigilanza e della regolamentazione sui mercati finanziari e sugli IFV è stata portata a termine in seguito alla crisi finanziaria del 2007-2008 e alla recessione economica che ne è scaturita. La GFC derivò dall'applicazione delle innovazioni tecnologiche ad operazioni finanziarie fuori da ogni forma di controllo impattando gravemente su varie categorie di investitori e settori economici di tutto il mondo. Le autorità, che hanno ridotto progressivamente i rischi del settore bancario nel corso degli ultimi anni dando eccessiva priorità alla regolamentazione relativa allo shadow banking che ha

---

<sup>26</sup> World Economic Forum – “Global Risks Report 2020”

[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Global\\_Risk\\_Report\\_2020.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risk_Report_2020.pdf)

<sup>27</sup> Carstens. “Big tech in finance and new challenges for public policy”. SUERF, The European Money And Finance Forum (2018). [https://www.suerf.org/docx/f\\_ccb421d5f36c5a412816d494b15ca9f6\\_4287\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/f_ccb421d5f36c5a412816d494b15ca9f6_4287_suerf.pdf)

<sup>28</sup> M. Bofondi e G. Gobbi. “The Big Promise of Fintech”. European Economy. Banks, regulation, and the real sector. Pages 107-119 (2017). [http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE\\_2.2017-2.pdf#page=109](http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf#page=109)

contribuito alla crisi, stanno sottovalutando i rischi correlati al nuovo settore del FinTech. Questo settore presenta molte similitudini al settore dello shadow-banking ante-crisi, ne vengono approfondite le principali di seguito:

- Entrambi i settori hanno apportato delle innovazioni nel sistema finanziario contemporaneo: lo shadow-banking ha fatto largo ricorso ad operazioni finanziarie che non trovavano spazio nelle voci dei bilanci degli IF (come i derivati e le cartolarizzazioni); il FinTech ha preso piede grazie all'erogazione di servizi finanziari e all'utilizzo di sistemi ad alto contenuto tecnologico.

- Sia il settore dello shadow-banking che quello del FinTech hanno facilitato l'accesso al credito. Il primo prevedeva che crediti con alta probabilità di default potessero essere cartolarizzati trasferendo il rischio di credito; il secondo, tramite le piattaforme messe a disposizione, ha permesso l'accesso a numerosi strumenti finanziari e facilitato l'incontro virtuale tra la domanda e l'offerta di fondi. Di conseguenza i clienti tendono ad indebitarsi con facilità oltre le loro possibilità.

- Gli intermediari finanziari tradizionali si addentrano in entrambi i settori. Operavano nel settore dello shadow baking mettendo in atto operazioni di cartolarizzazione mentre ora investono nelle società FinTech con alto potenziale di crescita. Ciò conduce ad un legame sempre più intrecciato tra il sistema bancario e il settore FinTech che, come in passato, potrebbe incrementare il rischio sistemico del sistema finanziario. Le banche scelgono di collaborare con le società FinTech o investire in esse per non perdere competitività all'interno del sistema. Le banche possono scegliere tra due alternative: o lasciarsi sospingere gradualmente ai margini del sistema finanziario dall'innovazione tecnologica senza intervenire attivamente o decidere di attrezzarsi e competere<sup>29</sup>.

- Sia nel settore dello shadow-banking, sia in quello del FinTech operano soggetti che rendono accessibile il credito e che non rientrano in sistemi di garanzie pubbliche del credito né in sistemi di tutela del denaro della clientela. Le società FinTech che non sono in possesso di una licenza bancaria non possono accedere, in caso di emergenza, alla liquidità fornita dalle banche centrali e, come già accennato precedentemente, non garantiscono ai clienti di riavere il proprio denaro depositato nei conti correnti online.

I rischi annessi allo shadow-banking vennero ignorati fino allo scoppio della crisi finanziaria, dopo la quale le autorità di vigilanza sopperirono ai vuoti normativi che riguardavano il settore finanziario.

---

<sup>29</sup> Argentati, A. "Le banche nel nuovo scenario competitivo. FinTech, il paradigma Open banking e la minaccia delle big tech companies". Mercato Concorrenza Regole, 20(3), 441-466 (2018).  
<http://www.biblio.liuc.it/scripts/essper/ricerca.asp?tipo=scheda&codice=2412917>

Attualmente si rischia che i problemi del settore FinTech vengano sottovalutati al pari di quelli del settore dello shadow-banking, specialmente perché non sono stati ancora ben individuati.

Da questa disamina si evince che vi è una necessità cruciale di aggiornare e migliorare la scarsa regolamentazione relativa al settore FinTech per prevenire una potenziale crisi sistemica più grave della grande recessione. In assenza di controlli da parte delle Autorità di Vigilanza e di una regolamentazione internazionale i rischi diventano sempre più inevitabili, la stabilità del sistema finanziario globale è sempre più in pericolo, la tutela dei consumatori tende a ridursi e di conseguenza anche la fiducia nel sistema finanziario tende ad affievolirsi.

## CAPITOLO II

### Reazioni strategiche, M&A e reazione al prezzo delle azioni: teoria e letteratura

#### 2.1 Il FinTech come stimolo di crescita per il settore bancario

Nella complessa disamina del settore FinTech fin ora svolta si nota quanto la digitalizzazione dei servizi finanziari sia dirompente e quanto si stiano modificando le tendenze del settore finanziario tradizionale nonostante sia uno tra i settori economici più restii ai cambiamenti evolutivi. Gli intermediari finanziari tradizionali si trovano già in una fase di mercato in cui hanno necessità di reagire all'avvento del fenomeno FinTech che si sta accaparrando notevoli quote di mercato. Gli incumbent hanno iniziato ad agire in questo periodo storico rivoluzionario e a competere con i new comers che tentano di metterli fuori gioco.

L'industria bancaria si trova nel dover decidere se affrontare scelte strategiche o se non inserirsi nel trend dell'innovazione finanziaria tecnologica in un contesto di regolamentazione e vigilanza severo. Gli intermediari finanziari in questo scenario mirano sia a generare ricavi sia a stanziare le risorse finanziarie necessarie per investirle nello sviluppo di soluzioni tecnologiche innovative, con l'obiettivo di non essere eliminati dal mercato finanziario e di reggere la competizione del settore FinTech in una prospettiva di medio termine. I nuovi operatori finanziari si specializzano spesso in determinati ambiti dell'industria finanziaria riuscendo a disintermediare gli IFv tradizionali e a sottrarre la loro clientela comportando un restringimento dei margini di profitto e mettendo a rischio la redditività per gli azionisti delle banche. È la struttura operativa snella delle società FinTech che permette loro di eliminare i rilevanti costi fissi sostenuti per le filiali e di ridurre i costi dei servizi finanziari offerti.

Sembra evidente che in un ambiente così dinamico le banche abbiano la necessità di riadattarsi velocemente e di rivedere le proprie strategie e le proprie strutture di business per preservare il loro vantaggio competitivo storico tentando di aggredire proprio quei segmenti in cui si sono specializzate le varie società FinTech e tecnologiche. Queste ultime ricevono numerosi aumenti di capitale tramite round di investimenti proprio dalle banche che ne sono spesso i maggiori investitori. Sono sorte molte

preoccupazioni da parte delle banche da quando la loro posizione di mercato, tradizionalmente solida, è stata scossa dall'improvvisa ascesa del settore FinTech capace di adattarsi prontamente ai cambiamenti evolutivi del settore finanziario, infatti, il CEO Jamie Dimon di J.P. Morgan Chase nella sua lettera annuale agli azionisti ha dichiarato: "Silicon Valley startups are coming to eat Wall Street's lunch", intendendo che le nuove società tecnologiche che operano nel settore finanziario si stanno per imporre in modo dirompente grazie alla loro alta capacità di innovazione e di creazione di efficienza in settori di business importanti, come il settore dei pagamenti e dei prestiti.

Gli intermediari finanziari si vedono nel doversi impegnare nel variare le modalità di offerta dei servizi finanziari considerando che la domanda degli stessi da parte dei clienti è divenuta più esigente di tempistiche e costi ridotti e di modalità di accesso più semplificate. Le banche dovrebbero considerare l'innovazione FinTech come un'attività principale da incorporare all'interno dei loro business models in modo tale da ottenere il massimo dalle recenti opportunità che il fenomeno FinTech traina. Gli intermediari finanziari stanno già adottando strategie FinTech, come rilevato dal sondaggio condotto da KPMG<sup>30</sup> il quale indica che circa il 50% di questi dispone di una strategia di collaborazione con le società FinTech. I new comers del settore finanziario possono decidere di competere oppure di collaborare con le banche. Poiché le società FinTech hanno l'intento di aumentare la loro quota di mercato e di espandersi in nuovi mercati, avranno bisogno di realizzare partnership strategiche con intermediari finanziari affermati che hanno già una vasta clientela; per contro le società FinTech metteranno a disposizione il loro flessibile modo di operare e le loro tecnologie sofisticate. Le varie banche allo scopo di contenere il continuo ingresso nel settore finanziario delle nuove società FinTech, che spesso si introducono nel mercato applicando prezzi predatori, perseguono anche una strategia di taglio dei costi operativi così da continuare ad essere competitive e riconquistare aree di business ritenute precedentemente poco rilevanti.

Una delle difficoltà riscontrate dai top management degli intermediari finanziari è quella di far coincidere la vision di lungo periodo dell'istituzione con le strategie FinTech che hanno intenzione di perseguire, come ad esempio: lo sviluppo di migliorie per i canali di accesso ai servizi finanziari per agevolare la *user experience* della clientela; lo sviluppo di ulteriori prodotti finanziari offerti e la loro personalizzazione; la riduzione dei costi operativi; il presidio di segmenti di business core; l'ingresso in nuove aree appetibili tralasciate in passato.

Il vantaggio competitivo degli intermediari bancari non è più assicurato esclusivamente dall'esperienza acquisita nel tempo, sarà invece indispensabile una sana cooperazione tra i vari

---

<sup>30</sup> KPMG International – Global FinTech 2019



operatori del settore finanziario che, mettendo a disposizione le proprie competenze, creeranno gruppi specializzati in determinati segmenti finanziari. Questa *coopetition* tra i diversi players eterogenei, fra di loro concorrenti, permetterà di innovare i servizi erogati ma soprattutto il processo stesso di erogazione. Gli intermediari finanziari che collaboreranno con le società FinTech o tecnologiche consentiranno a questi ultimi di avvalersi della loro vasta clientela e delle loro complesse capacità di gestione, per contro le società FinTech forniranno tecniche all'avanguardia di valutazione del rischio, di analisi ed elaborazione dei dati, di riduzione dei costi e di gestione operativa efficace ed efficiente. Gli intermediari finanziari tradizionali riusciranno a rimanere player rilevanti nel settore finanziario, a conservare il proprio vantaggio competitivo acquisito nel corso del tempo e a creare valore aggiunto all'interno della propria organizzazione solo con un'accurata cooperazione e/o fusione con le società tecnologiche.

Le imprese FinTech sono i leader della recente rivoluzione del sistema finanziario mondiale, il quale sta raggiungendo una nuova forma di efficienza dato che l'utilizzo della tecnologia delle società FinTech permette di ridurre i costi operativi e trasferire il risparmio generato ai clienti.

Gli intermediari finanziari tradizionali adottano numerose strategie, più o meno aggressive, allo scopo di integrare società o adottare attività FinTech all'interno dei propri business model e per contenere il processo di disintermediazione. Possono anche assumere temporaneamente un atteggiamento passivo di "*wait and see*" decidendo di non procedere ad innovare il proprio business model tradizionale. È la scelta strategica meno idonea in un contesto dinamico e in evoluzione e più inopportuna per il presidio delle nuove tecnologie poiché sussiste un alto rischio di spiazzamento dovuto dal fatto che gli operatori finanziari concorrenti potrebbero sviluppare innovazioni tecnologiche ed integrarle nei loro business model.

Di seguito vengono illustrate le possibili strategie intraprese da parte delle banche:

- Sviluppo interno di prodotti e servizi e di nuovi canali digitali. È una strategia che richiede grandi capacità per l'implementazione autonoma delle nuove tecnologie e di grandi risorse finanziarie. Questo approccio comporta il rischio connesso al fallimento dell'intero progetto di innovazione digitale e di conseguenza la relativa perdita del capitale investito.
- Acquisto di licenze d'uso e brevetti dalle società FinTech. Queste ultime possono vendere i propri prodotti agli intermediari finanziari come *private label* ed in esclusiva. Tramite questa strategia l'intermediario finanziario evita di incorrere nei rischi connessi all'implementazione di tecnologie *in-house*.

- Collaborazione con società FinTech allo scopo di sviluppare nuove modalità di erogazione dei servizi o implementare i processi operativi. Questa è la strategia preferita dagli intermediari finanziari i quali, secondo quanto riportato dallo studio “Global FinTech Adoption Index 2019 – KPMG”, indirizzeranno più dell’80% dei loro investimenti FinTech in *partnerships* con società tecnologiche specializzate.

Gli intermediari finanziari, tramite una *joint venture*, collaborano allo scopo di realizzare un progetto FinTech.

Molte delle banche che interagiscono con le società FinTech si sono avvalse di una nuova figura chiave, ovverosia il CDO (Chief Digital Officer), il quale ha l’incarico di perseguire strategie di digitalizzazione finanziaria. La presenza del CDO fa sì che la banca avvii molte più partnership con le società FinTech rispetto alle banche che, invece, scelgono di non avvalersene<sup>31</sup>.

- Acquisizioni delle società FinTech all’interno dei gruppi bancari così da ottenere le nuove conoscenze tecniche necessarie e le licenze di utilizzo esclusivo delle tecnologie. Questa strategia consente anche di ridurre il numero di competitor nel mercato e di ottenere un vantaggio competitivo rispetto agli operatori che adottano strategie poco offensive e che sono privi di queste tecnologie. Il rischio associato alle acquisizioni è l’errata valutazione della società acquisita, sarà pertanto necessario un valido metodo di valutazione del valore della società FinTech acquisita.

- Incubazione delle start-up FinTech per agevolare la loro crescita nelle prime fasi di vita e per utilizzare le loro tecnologie innovative non appena ultimate.

Le strategie suddette sono difficilmente attuabili dagli incumbent di piccole dimensioni a causa dell’ingente mole di risorse finanziarie necessaria per l’attuazione degli investimenti FinTech. Gli intermediari finanziari di dimensioni più elevate, invece, saranno in grado di affrontare tali spese e perseguire strategie in ambito FinTech, infatti stanno già rimodellando le loro strutture operative e i loro business model “trasformandosi in un ecosistema bancario basato su piattaforme digitali”<sup>32</sup>.

Il Comitato di Basilea in una sua analisi del 2018<sup>33</sup> illustra cinque possibili scenari futuri sull’impatto del fenomeno FinTech sul settore finanziario. Lo scenario più ottimista per le banche vede la capacità da parte loro di rimodellare e ammodernare i loro business model riuscendo a mettere in atto strategie migliorative dei meccanismi di erogazione dei vari servizi tecnologici e di preservare il proprio

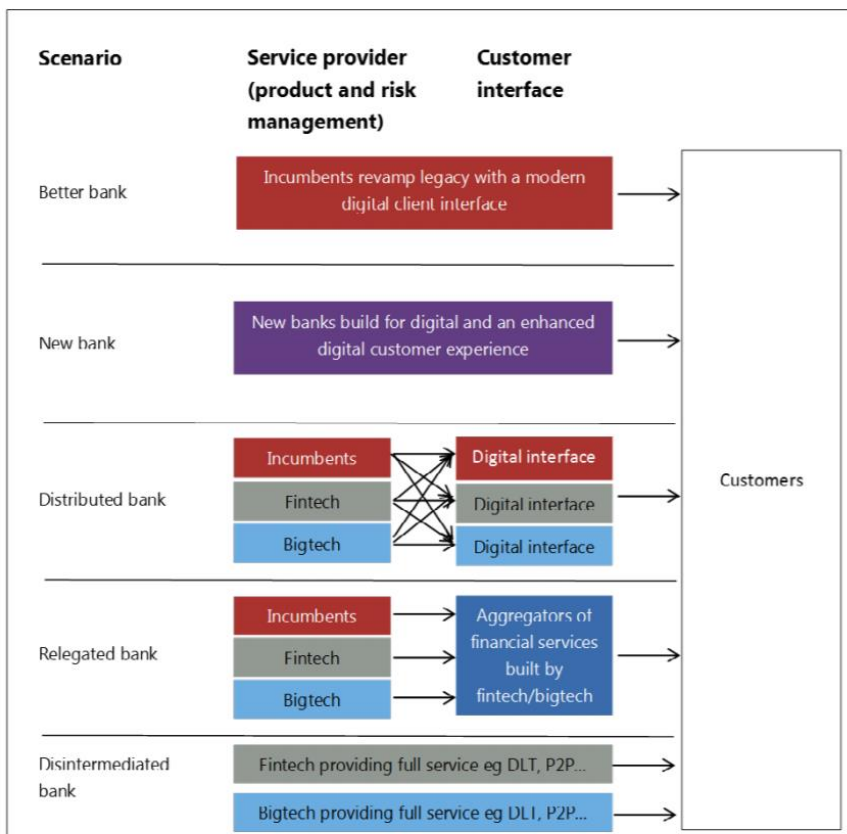
---

<sup>31</sup> L. Hornuf, M. F. Klus & T. S. Lohwasser & A. Schwenbacher. “How Do Banks Interact with Fintech Startups?” Small Business Economics (april 2020). <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s11187-020-00359-3.pdf>

<sup>32</sup> Deutsche Bank. “Fintech reloaded – Traditional banks as digital ecosystems” (2015). [https://www.deutschebank.nl/nl/docs/Fintech\\_reloaded\\_Traditional\\_banks\\_as\\_digital\\_ecosystems.pdf](https://www.deutschebank.nl/nl/docs/Fintech_reloaded_Traditional_banks_as_digital_ecosystems.pdf)

<sup>33</sup> BCBS, BIS. “Implications of fintech developments for banks and bank supervisors”. (2018) <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>

vantaggio competitivo storico. Lo scenario diametralmente opposto vede, invece, gli incumbent completamente disintermediati e spiazzati dalle società FinTech. Tuttavia, quest'ultima ipotesi sembra, per ora, risultare poco possibile. Risulta più plausibile la configurazione di uno degli scenari intermedi dove si prevede la fusione di modelli operativi diversi: quello del tipico intermediario bancario che interpone il suo bilancio nelle sue attività di intermediazione finanziaria e che è basato su un rapporto fiduciario stretto; e quello della società FinTech che vanta la capacità di sviluppare innovazioni tecnologiche-finanziarie.



Colour code: red indicates incumbent banks; purple new players; grey specialised fintech companies; and blue bigtech companies.  
 Source: BCBS illustration of scenarios based on the BankNXT study *The future of banking: four scenarios*, October 2015, [banknxt.com/53478/future-banking-scenarios/](http://banknxt.com/53478/future-banking-scenarios/).

Figura 3

Dunque, le banche potranno adattarsi con successo al nuovo contesto operativo se coopereranno efficacemente con i nuovi player del settore, se riusciranno a vincere le sfide imposte dalla severa regolamentazione bancaria e se riusciranno a reggere la forte competitività delle società FinTech, le quali si adattano rapidamente ad operare in situazioni mutevoli riuscendo a generare profitti sempre più elevati e riuscendo, di conseguenza, ad incrementare la propria quota di mercato. La futura configurazione del settore finanziario dipenderà da diverse variabili, tra cui le decisioni dei clienti di servizi finanziari, le reazioni degli intermediari bancari tradizionali e gli interventi normativi in questo ambito.

Le banche continuano a detenere una rilevante posizione all'interno del settore finanziario e un'ottima reputazione presso la propria clientela, conquistate nel corso del tempo, grazie alle quali potranno presto intraprendere nuove strategie di digitalizzazione finanziaria decisive per mantenere il loro vantaggio competitivo.

## 2.2 La logica, i vantaggi e i rischi delle operazioni di fusione e acquisizione

Diversi argomenti riguardano i vantaggi e i rischi delle operazioni di M&A<sup>34</sup> iniziate dagli intermediari finanziari e un valido riassunto di questi è presentato nella seguente tabella<sup>35</sup>.

Motives and risks of domestic and cross-border M&As.

	Domestic M&As	Cross-border M&As
Motives and rationalisation	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Economies of scale (cutting distribution networks and administrative functions rationalisation including information technology and risk management)</li> <li>- Economies of scope</li> <li>- Size</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Diversification</li> <li>- Revenue efficiency</li> <li>- Economies of scale and scope</li> <li>- Size</li> </ul>
Risks	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Operating (integrating risk management, customer and account systems and internal control procedures)</li> <li>- Cultural</li> <li>- Reputation</li> <li>- Strategic</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Operating (increased compared to domestic cases because of cultural differences)</li> <li>- Regulation issues, accounting and reporting,</li> <li>- Foreign exchange risk (when applicable)</li> <li>- Reputation</li> <li>- Strategic</li> </ul>

Figura 4

Le banche e altre istituzioni finanziarie hanno constatato recentemente la minaccia che le imprese FinTech e non bancarie rappresentano in un mercato ferocemente competitivo, e quindi hanno deciso di collaborare con le società FinTech o di investire in esse per avere un vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza e rimanere all'avanguardia nell'innovazione dei servizi finanziari. Il fine è quello di fruire vicendevolmente gli uni dei vantaggi degli altri.

Per aumentare la loro redditività, le banche sviluppano innovazioni finanziarie<sup>36</sup> e queste ultime sono positivamente associate alla crescita delle banche<sup>37</sup>. Le economie di scala sono il principale motivo alla base delle fusioni e acquisizioni. Perciò le banche procedono con operazioni di M&A con società FinTech, costituendo alleanze strategiche, per ridurre i costi operativi riducendo le reti di filiali e le spese generali del personale e integrando anche la tecnologia più innovativa nell'offerta dei servizi

<sup>34</sup> A. N. Berger, R. S. Demsetz, & P. E. Strahan, "The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future". *Journal of Banking & Finance* (1999), Volume 23, Issues 2-4, Pages 135-194 (February 1999). <https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v23y1999i2-4p135-194.html>

<sup>35</sup> I. Asimakopoulou, P. P. Athanasoglou. "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks". *International Review of Financial Analysis*, Volume 29, Pages 237-249, (Sep. 2013). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521912000828>

<sup>36</sup> Scott et al. 2017

<sup>37</sup> T. Beck, T. Chen, C. Lin & F. M. Song "Financial innovation: The bright and the dark sides". *Journal of Banking & Finance*, Volume 72, November 2016, Pages 28-51 (2016) [https://econpapers.repec.org/article/eee/jbfina/v\\_3a72\\_3ay\\_3a2016\\_3ai\\_3ac\\_3ap\\_3a28-51.htm](https://econpapers.repec.org/article/eee/jbfina/v_3a72_3ay_3a2016_3ai_3ac_3ap_3a28-51.htm)

finanziari e i sistemi di gestione del rischio, per ridurre la concorrenza e per espandersi in un segmento di mercato con nuovi clienti. Le economie di scopo sono un'altra ragione per le operazioni di M&A che coinvolgono le banche. Tali economie sono meglio sfruttate quando una banca combina il suo business con un'altra società finanziaria per ottenere complementarità e beneficiare del cross-selling dei prodotti delle reti di distribuzione esistenti. Molte delle acquisizioni di società FinTech sono motivate dall'accesso a nuove tecnologie che sarebbero molto più costose da sviluppare internamente.

Le banche possono procedere con le operazioni di M&A anche quando desiderano di espandersi in attività transfrontaliere per avere accesso a una base di clienti più ampia, per diversificare le loro fonti di reddito e per innovare il loro business in modo da aumentare la propria quota di mercato. Diverse banche, inoltre, sono alla ricerca di imprese FinTech da acquisire perché potenzialmente in grado di migliorare i processi aziendali e ridurre i costi, risolvere complessi problemi informatici, ridurre i rischi di sicurezza informatica, fornire ulteriori prodotti commerciali o migliorare quelli esistenti.

Pertanto, le banche possono assicurarsi un vantaggio competitivo acquisendo società FinTech che stanno sviluppando o hanno già sviluppato un modo migliore per fornire servizi finanziari. In alcuni casi, investire in una società FinTech può dare ad una banca il diritto esclusivo di utilizzare una specifica licenza, consentendole di escludere potenziali concorrenti. Questo tipo di espansione può creare efficienze di costi e ricavi sfruttando il trasferimento di know-how tramite l'acquisizione della FinTech target che nella maggior parte dei casi è di dimensioni più piccole e più sofisticata.

Naturalmente, i benefici delle operazioni di M&A tra intermediari finanziari tradizionali e società FinTech non sono privi di costi e rischi. Il rischio operativo può essere presente a causa del fatto che non sempre è facile integrare sistemi tecnici, cultura del personale e pratiche di remunerazione che potrebbero portare a problematiche interne che a loro volta potrebbero portare alla perdita di personale e/o clienti chiave. I rischi aumentano per le operazioni di acquisizione transfrontaliere rispetto a quelle nazionali, poiché in questo caso le differenze culturali si intensificano; è stato osservato che i prodotti di internet banking basati sulla tecnologia riducono il rischio operativo delle banche<sup>38</sup>.

Le differenze in materia di regolamentazione, pratiche generali, contabilità e rendicontazione, la percezione dell'operazione da parte dei clienti stranieri e il rischio di cambio, quando applicabile, costituiscono ulteriori rischi<sup>39</sup>. Infine, altri fattori di rischio significativi sono il rischio di reputazione

---

<sup>38</sup> Hasan 2002, Ciciretti et al., 2009

<sup>39</sup> I. Asimakopoulou, P. P. Athanasoglou. "Revisiting the merger and acquisition performance of European banks". "International Review of Financial Analysis", Volume 29, Pages 237-249, (Sep. 2013).  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521912000828>

ed il rischio strategico (vedi cap. 1.3). Il primo viene causato quando un potenziale fallimento della società FinTech acquisita causerebbe un deterioramento della reputazione della banca acquirente, il secondo è legato ad un'errata valutazione di queste imprese FinTech da parte del management dell'acquirente in merito alla portata dell'operazione o alla qualità delle FinTech target, dovuta al fatto che può essere difficile determinare i loro futuri e volatili flussi di cassa. Alcune grandi banche, che hanno bilanci rilevanti, possono anche sopportare il rischio di acquisire la società FinTech sbagliata, ad esempio una nei suoi primi stadi di vita il cui futuro è incerto oppure una che ha già raggiunto un certo grado di maturità e che ha già realizzato una rete di distribuzione dei propri servizi e prodotti finanziari. Le banche sono incentivate ad investire in società FinTech di piccole dimensioni che si trovano nelle prime fasi di vita, ovvero di early-stage, e che hanno alti potenziali di crescita, poiché le sinergie che ne deriverebbero sono più significative rispetto a quelle che si avrebbero con società FinTech già mature ed affermate.

### **2.3 M&A tra banche e FinTech e reazione del prezzo delle azioni: argomenti teorici**

L'attività di fusione e acquisizione (M&A) dipende dalla qualità e dalla trasparenza dei mercati finanziari, che in ultima analisi sono modellati dal contesto istituzionale del paese<sup>40</sup>. L'obiettivo finale per la gestione di qualsiasi società, banche comprese, è la massimizzazione del valore per gli azionisti che per le società con azioni quotate in borsa si riflette nel prezzo delle azioni. Ogni annuncio di un'intenzione di M&A tra banche e FinTech attira l'interesse della comunità degli investitori e degli azionisti delle banche in quanto offre loro l'opportunità di verificare la validità delle due seguenti ipotesi:

"L'ipotesi informativa", secondo la quale il management della banca acquirente vuole procedere con un'operazione prospettica perché potrebbe essere consapevole del fatto che il valore della società FinTech target è sottovalutato; "l'ipotesi di gestione inefficiente", secondo la quale la FinTech target è obbligata a cedere la gestione ad un nuovo management più capace. Tuttavia, l'ipotesi di una acquisizione di una FinTech target non implica necessariamente che il management della banca acquirente miri a massimizzare il patrimonio degli azionisti. Se la funzione di utilità del management della banca acquirente aumenta, è possibile che il management in questione proceda con l'operazione di acquisizione semplicemente per ottenere il massimo beneficio possibile senza tenere conto del costo totale dell'acquisizione della FinTech target, che può essere molto più alto del valore della FinTech target stessa.

---

<sup>40</sup> Lebedev et al., 2015

Questo filone basato sul mercato dei capitali sta esaminando come il mercato azionario reagisce agli annunci di M&A, considerando che questa reazione è un'indicazione importante di quanto le M&A dovrebbero influire sull'efficienza complessiva delle società coinvolte. In altre parole, questo filone della letteratura cerca di analizzare se l'annuncio di un'intenzione di M&A crea rendimenti anomali positivi o negativi per i prezzi delle azioni delle società acquirenti coinvolte nelle M&A.

## 2.4 Una panoramica della letteratura

Anche se ad una maggiore crescita delle banche è associata un più alto livello di innovazione finanziaria, nello stesso tempo ciò aumenta la loro fragilità secondo uno studio condotto su un campione di oltre 20.000 banche nel periodo 1996-2010<sup>41</sup>. La maggior parte della ricerca sulle conseguenze di valutazione delle fusioni e delle acquisizioni ha avuto luogo negli ultimi cinque decenni, in seguito all'introduzione del metodo dello studio di eventi da parte di Fama e dei suoi colleghi (1969).

I ricercatori sostengono che le M&A hanno un impatto misto a breve termine sui rendimenti azionari della società, poiché gli investitori possono avere aspettative di benefici derivanti dalle operazioni di M&A diverse dopo l'annuncio a seconda delle caratteristiche delle operazioni<sup>42</sup>. Negli ultimi anni, il rapido sviluppo tecnologico ha gradualmente aumentato la sua influenza su un numero crescente di settori<sup>43</sup> e la digitalizzazione sta cambiando il panorama economico. Per far fronte alla trasformazione, le imprese devono investire in attività che creino o migliorino le loro capacità tecnologiche<sup>44</sup>.

Secondo Kogut e Zander (1992), le imprese crescono grazie all'efficace trasferimento di conoscenze all'interno e tra le imprese stesse. Uno studio condotto sulle performance post-acquisizione a breve periodo delle istituzioni finanziarie che hanno acquisito società FinTech tra il 1998 e il 2015 - utilizzando i rendimenti anomali cumulati (CAR) risultati statisticamente poco positivi nel breve termine- suggerisce che gli acquirenti non hanno beneficiato di una reazione iniziale del prezzo di mercato significativa<sup>45</sup>. La maggior parte delle ricerche sembra concludere che le acquisizioni di FinTech da parte di banche hanno sempre un effetto negativo sul prezzo azionario delle banche

---

<sup>41</sup> Thorsten Beck, Tao Chen et al 2016

<sup>42</sup> Agrawal et al., 1992

<sup>43</sup> Sears and Hoetker, 2014; Asimakopoulos e Whalley, 2017

<sup>44</sup> Puranam et al., 2006; Kapoor e Lim, 2007; Hung e Tang, 2008

<sup>45</sup> Omar Al-Halawani 2019

acquirenti<sup>46</sup>. La ricerca empirica sull'impatto dell'annuncio di un M&A sui prezzi delle azioni si è concentrata principalmente sulle M&A bancarie, mentre è relativamente limitata per quanto riguarda le acquisizioni di società FinTech da parte di intermediari finanziari, sebbene negli ultimi anni vi sia un crescente interesse di ricerca in questa direzione. Per quanto riguarda le M&A bancarie, la conclusione generale che se ne trae, è che si osservano rendimenti anomali positivi nel caso delle azioni delle banche target per un periodo di 15 giorni prima e dopo la data dell'annuncio<sup>47</sup>, mentre i risultati per le banche acquirenti sono misti, anche se in molti casi si tende ad avere rendimenti anomali negativi o statisticamente insignificanti<sup>48</sup>.

A causa della crescente proliferazione di società FinTech e della natura competitiva dell'industria finanziaria, e poiché le ricerche precedenti sulle acquisizioni di queste società da parte di banche quotate sono molto scarse, il nuovo contributo di questo documento fornisce un'ulteriore analisi degli effetti delle acquisizioni delle società FinTech sul valore delle azioni degli acquirenti.

---

<sup>46</sup> Agrawal et al., 1992; Hughes, 1993; Hagedoorn & Schakenraad, 1994; Agrawal & Jaffe, 2000; King et al., 2004; Cosh et al., 2008; Dranev et al., 2019

<sup>47</sup> cfr. Cornett e De, 1991, Hannan e Wolken, 1989

<sup>48</sup> cfr. Bertin et al., 1989, James e Wier, 1987, Pettway e Trifts, 1985; cfr. Houston & Ryngaert, 1994



# CAPITOLO III

## Dati e metodologia

### 3.1 Campione di dati

La fonte principale delle operazioni di *Mergers & Acquisitions (M&A)* tra società bancarie quotate e società FinTech esaminate nel presente studio è il database CB-Insight; mentre le informazioni relative ai prezzi giornalieri delle azioni sono state raccolte da Yahoo Finance. Le acquisizioni sono state filtrate per garantire che le aziende target possano essere considerate imprese "FinTech"; le operazioni non vengono filtrate in base alla dimensione.

È doveroso fare una distinzione tra le due diverse modalità di investimento trattate, ovvero le operazioni di fusione e quelle di acquisizione. Nelle operazioni di fusione il patrimonio delle due società confluisce in un'unica società, così le due società si fondono in un unico soggetto giuridico ed economico, ovvero la *acquiring firm*, causando la cessazione dell'esistenza della società *target*, oppure la cessazione di entrambe le società che partecipano alla fusione con la contestuale costituzione di una nuova società. Invece, nelle operazioni di acquisizione, un'impresa diventa proprietaria o controllante della società target raggiungendo rispettivamente una partecipazione totalitaria o di controllo all'interno del suo capitale sociale, tramite l'acquisto delle sue azioni. In quest'ultimo caso persiste l'esistenza delle due entità giuridiche.

Il campione utilizzato in questo studio<sup>49</sup> si estende su un periodo di sei anni (2013-2018), si concentra su 343 operazioni di M&A tra banche quotate (acquirenti) e società FinTech (target). Le 84 banche acquirenti operano in 16 Paesi differenti. I 181 round di investimento compiuti dalle banche quotate con sede legale negli USA rappresentano la prevalenza per numero all'interno del campione in questione, costituendo circa il 52,7% del totale delle operazioni, seguiti da quelli compiuti nel Regno

---

<sup>49</sup> L'elenco dei round di investimento, le informazioni relative alle banche e alle società FinTech sono riportati nel seguente foglio di lavoro di Microsoft Excel "Elenco banche-deal (CAR)" consultabile e scaricabile dal seguente link:

<https://drive.google.com/file/d/1quDZJMAI64BBPb2D6rLaXzwMM1QxWfm/view?usp=sharing>

L'elenco dei nomi e delle informazioni degli istituti finanziari e i dati storici dei prezzi azionari di ciascuna banca sono riportati nel seguente foglio di lavoro di Microsoft Excel "CARM – Banche" consultabile e scaricabile dal seguente

link: <https://drive.google.com/file/d/1a6UjqxgDchp2GU--rykzDCgKmRfKTCpj/view?usp=sharing>

L'elenco degli indici di borsa in cui sono quotate le banche e i dati storici di ciascun indice sono riportati nel seguente foglio di lavoro di Microsoft Excel "CARM – indici" consultabile e scaricabile dal seguente link:

[https://drive.google.com/file/d/1LWPWUi\\_YzD1JIFhuRVyzFova4E151PCh/view?usp=sharing](https://drive.google.com/file/d/1LWPWUi_YzD1JIFhuRVyzFova4E151PCh/view?usp=sharing)

Unito (8,16%), Spagna (7,29%), Canada (7%), Francia (6,61%), Svizzera (5,25%) e dalla rimanente parte in cui rientrano gli investitori intermediari finanziari quotati aventi sede legale in altri 11 Paesi e che costituiscono poco più del 13% del totale (vedi Figura 5).

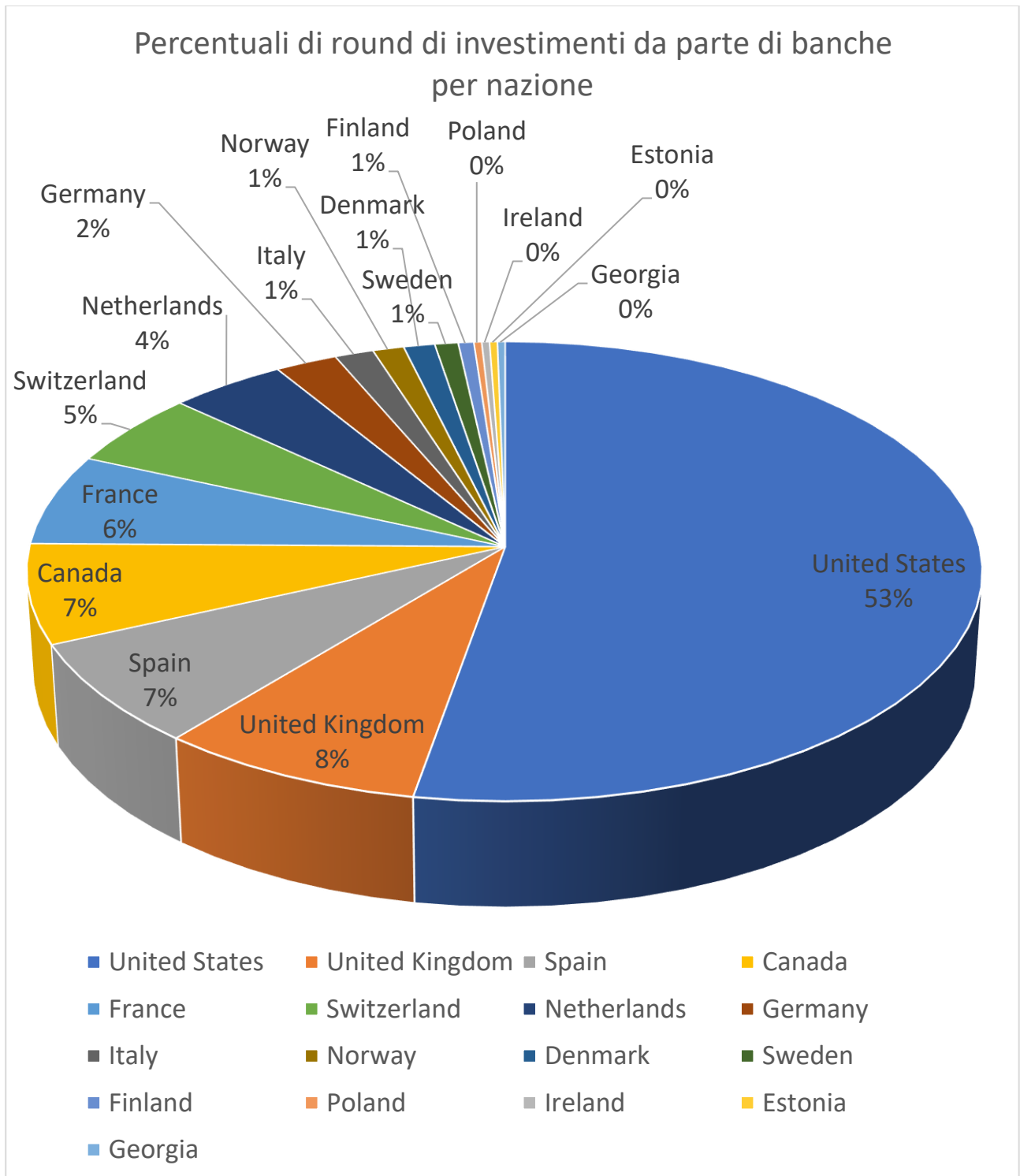


Figura 5

Gli annunci di M&A sono avvenuti in media dopo circa 7,5 anni dalla fondazione delle FinTech, la

maggior parte di queste (329) operava in Paesi sviluppati. In totale questo campione comprende solo 14 acquisizioni di società FinTech fondate in Paesi Emergenti (di cui una in Polonia, tre in Brasile, una in Messico, una in Vietnam, una in Sud-Africa, quattro in Cina, una in Kenya, una in India, una in Birmania).

Il campione copre un'ampia varietà di FinTech specializzate in 12 diversi ambiti: portafogli e pagamenti digitali (wallets & payments: 23,3%); depositi e prestiti peer-to-peer (deposit and lending: 15,5%); sviluppo software & service (12,8%); big data (11,1%); gestione degli investimenti e trading (investment management: 9,6%); sicurezza informatica (cybersecurity: 9,3%); intelligenza artificiale (AI & Machine learning: 6,7%); market provisioning (data provider: 5,5%); bancario (3,5%); blockchain (1,7%); raccolta di capitali (capital raising: 0,6%); innovazione in ambito assicurativo (insurtech: 0,3%) (vedi Figura 6).

Settore		
wallets & payments	80	23,3%
deposit & lending	53	15,5%
software & service	44	12,8%
big data	38	11,1%
investment management	33	9,6%
Cybersecurity	32	9,3%
AI & Machine learning	23	6,7%
market provisioning	19	5,5%
Bank	12	3,5%
Blockchain	6	1,7%
capital raising	2	0,6%
Insurtech	1	0,3%
	343	100,0%

Figura 6

### 3.2 Metodologia

Come già anticipato, l'obiettivo della presente analisi è quello di analizzare la creazione o la distruzione di valore per gli azionisti delle banche quotate che effettuano diversi round di investimento in società FinTech nel breve periodo. Per questo motivo viene adottata una metodologia standard di "event study" utilizzando dati giornalieri

È necessario, ai fini di una analisi più accurata, esporre due concetti appartenenti alla finanza comportamentale (*behavioral finance*), ovvero il concetto di “over-reaction” e quello di “under-reaction” che si verificano quando i prezzi azionari reagiscono in maniera eccessiva o troppo ridotta alle nuove informazioni disponibili sul mercato. Secondo il noto economista E. Fama la probabilità di discostamento dal valore fondamentale dei prezzi azionari si verifica in eguale probabilità sia nel caso in cui gli investitori sovrastimino le notizie di mercato, sia nel caso in cui essi le sottostimino.

Per osservare il fenomeno più da vicino ricorremo al database elaborato CB-Insight nel quale sono contenute varie informazioni, di cui verrà fornita una disamina, tra le quali quelle relative ai round di investimento da parte degli intermediari finanziari quotati in società FinTech. In seguito, verrà eseguito lo studio di eventi e verranno date spiegazioni riguardo alle analisi pervenute.

Una supposizione chiave alla base di questo metodo (*event-study*) è l'ipotesi che i prezzi di borsa incorporino pienamente e immediatamente tutte le informazioni disponibili, vale a dire la serie storica dei prezzi azionari, i bilanci e le altre informazioni pubbliche. Molti dei mercati finanziari sviluppati seguono le logiche dell'efficienza del mercato in forma semi-forte appena illustrate. Dunque, l'annuncio pubblico di un evento come un'operazione di M&A porta ad una over-reaction o ad una under-reaction seguita da un aggiustamento immediato del prezzo del titolo collegato a tale evento, non permettendo di “battere il mercato”, in altre parole, di generare extra-profitti. Per valutare l'importanza di questo aggiustamento del prezzo, viene utilizzato un modello di pricing in cui i titoli azionari sono prezzati al loro valore di equilibrio.

Come anticipato, il database è composto da un elenco di 343 osservazioni riguardanti i round di investimento da parte di Intermediari Finanziari vigilati e quotati in società operanti nel settore del FinTech. In questo database sono presenti tante righe quanti sono stati i round di investimento per ogni investitore, cosicché l'analisi di ogni singola operazione risulti agevole. In ogni colonna della prima riga sono riportate o una descrizione o una variabile; di seguito vengono illustrate le più importanti ai fini del nostro studio:

- “label”, composto dal ticker dell'intermediario finanziario quotato acquirente<sup>50</sup> e in alcuni casi anche da un punto seguito dal label relativo alla borsa valori in cui l'intermediario è quotato.
- “date”, indica il giorno, il mese e l'anno in cui è stato annunciato il round di investimento. I round di investimento per ogni determinato IF sono ordinati in ordine cronologico.

---

<sup>50</sup> Il ticker è un'abbreviazione che identifica le società nei mercati finanziari.

- “bench\_label”<sup>51</sup> è la sigla che identifica la borsa valori sulla quale è quotato l’intermediario finanziario investitore.
- “fi\_entity”<sup>52</sup>, in cui viene riportato il nome dell’intermediario bancario.
- “fi\_country”, la quale riporta il Paese in cui la banca ha la propria sede legale.
- “comp”<sup>53</sup> indica il nome della società FinTech beneficiaria del round di investimento.
- “found” riportante l’anno di fondazione della società FinTech.
- “age” indica l’età della società FinTech al momento del round di investimento.
- “country\_fc” riporta il Paese in cui la società FinTech ha stanziato la propria sede legale.
- “m\_area” indica l’insieme di Paesi o il continente in cui la società FinTech ha propria sede legale.
- “imf\_cl”<sup>54</sup> è la classificazione adottata dal Fondo Monetario Internazionale dei Paesi Sviluppati (AE<sup>55</sup>) e dei Paesi emergenti (EM<sup>56</sup>).
- “d\_em” indica le variabili mediante codice binario. La variabile 0 viene utilizzata se la FinTech oggetto di investimento ha la propria sede legale in un Paese Sviluppato, la variabile 1 se in un Paese Emergente.
- “ft\_city”<sup>57</sup> riporta la città in cui la società FinTech ha stabilito la propria sede legale.
- “des”<sup>58</sup> specifica la categoria di attività operativa core della società FinTech.
- “type\_round” distigue la tipologia di deal con la quale si è svolto il round d’investimento nella società.
- “tr\_debt” indica tramite un codice binario se il round di investimento è stato compiuto prevalentemente con debito tramite un’operazione di leverage buyout. La variabile 1 indica che la transazione si è compiuta utilizzando maggiormente la leva finanziaria, altrimenti compare la variabile 0.
- “tr\_equity” riporta la variabile 1 se il round di investimento è compiuto con maggioranza di equity che può avvenire tramite l’apporto di capitale di rischio, cioè sottoscrivendo azioni di nuova emissione, oppure acquistando azioni esistenti da terzi. La variabile 0 compare se l’operazione è stata compiuta principalmente tramite indebitamento.

---

<sup>51</sup> “bench” sta per benchmark

<sup>52</sup> “fi” sta per Financial Institution

<sup>53</sup> “comp” sta per company

<sup>54</sup> “Imf” sta per International Monetary Fund; “cl” sta per classification

<sup>55</sup> “AE” sta per Advanced Economies

<sup>56</sup> “EM” sta per Emerging Markets

<sup>57</sup> “ft” sta per FinTech

<sup>58</sup> “des” sta per description

- “d\_acq” describe con codice binario se il round di investimento comporta l’acquisizione di una partecipazione di controllo o totalitaria (1) o minoritaria (0) all’interno del capitale della società target.

L’intento dell’analisi di questo database è lo studio dei rendimenti anomali cumulati (*CAR*<sup>59</sup>) e delle correlazioni che questi hanno con alcune variabili. I quesiti che ci porremo nelle prossime righe si focalizzeranno su:

- 1) le modalità di investimento più frequenti, ovvero se le collaborazioni vengono effettuate con maggioranza di equity o di debito e se le partecipazioni acquisite all’interno delle società FinTech sono minoritarie o di controllo/totalitarie;
- 2) performance di breve periodo dei prezzi azionari degli intermediari finanziari misurati tramite il metodo dello studio di eventi in diverse finestre temporali.

Gli incumbent del campione utilizzato collaborano con le società FinTech secondo diverse modalità, investimento tramite prevalenza di debito o investimento tramite prevalenza di Equity. Nella Figura 7 si può osservare che le banche prediligono operazioni di tipo Equity, infatti più dell’80% delle transazioni è stata eseguita secondo questa modalità mentre meno del 20% mediante operazioni di *leveraged buyout*. L’ingresso nel capitale delle società FinTech tramite un solo round di investimento è avvenuto tramite l’acquisto di una partecipazione minoritaria nella gran parte dei casi mentre il raggiungimento di una partecipazione di controllo è avvenuto solamente nel 10% circa dei casi. È però importante tenere in considerazione che alcuni degli intermediari finanziari, seppur pochi, hanno eseguito due o più round di investimento nella medesima società FinTech, ognuno del quale ha attribuito nuove partecipazioni minoritarie. Dunque, alcuni di questi intermediari avrebbero potuto detenere una partecipazione di controllo grazie ai round di investimenti multipli nella stessa società target.

	Totale	Partecipazione di controllo/totalitaria	Acquisizione minoritaria
Debt	65	0	65
Equity	278	36	242
Totale	343	36	307

Figura 7

<sup>59</sup> *Cumulative Abnormal Return*

Il cospicuo numero di investimenti da parte degli intermediari finanziari in società FinTech dimostra che le banche hanno interesse nel collaborare con le società tecnologiche, anche con un'ottica di diversificazione di lungo periodo del proprio portafoglio di investimenti.

# CAPITOLO IV

## Risultati empirici

### 4.1 Annuncio M&A e reazione del mercato

Nel corso degli anni nella letteratura finanziaria sono stati impiegati vari periodi di calcolo delle performance di breve periodo per misurare l'impatto degli annunci delle M&A e la conseguente creazione o distruzione di valore. È stato osservato talvolta come il valore generatosi si ripartisce tra *acquiring* e *target firm* coinvolte. Tramite il ricorso al metodo dell'*event study* di breve periodo calcoleremo, tramite l'ausilio del software Excel, i rendimenti anomali dei prezzi azionari delle *acquiring firm*, cioè le banche, in differenti finestre temporali che tengono in considerazione il giorno esatto dell'annuncio ( $t_0$ ). I periodi presi in analisi sono diversi, come ad esempio quello in cui si calcola il rendimento anomalo da 1 giorno prima ad un giorno dopo rispetto alla data dell'annuncio, cioè  $[-1; +1]$ , o da 20 giorni prima a 20 giorni dopo, ovvero  $[-20, +20]$ .

Dunque, l'attenzione della seguente analisi si concentra sul calcolo della performance dei prezzi azionari delle banche prima e dopo l'espletamento dei round di investimento in società FinTech<sup>60</sup>.

Non vengono indagate nel dettaglio le dinamiche transfrontaliere delle acquisizioni FinTech, che sono diventate un argomento di ricerca sempre più popolare nel mondo accademico. Molti articoli hanno focalizzato la loro attenzione sulle differenze tra acquisizioni nazionali e transfrontaliere ed è stato constatato che quando la società target si trova in un Paese meno sviluppato della società acquirente, o se la società acquirente si trova in un mercato emergente ed effettua una transazione transfrontaliera tecnologica, l'acquisizione è significativamente più redditizia<sup>61</sup>. Inoltre, i round di investimento compiuti dalle banche non vengono trattati separatamente a seconda che la partecipazione raggiunta nel capitale delle società FinTech sia totalitaria o di controllo e non vengono distinti neanche a seconda del metodo di pagamento utilizzato: se mediante l'acquisto di azioni o tramite cash. Non ci soffermiamo sull'analisi delle performance di breve periodo per le società FinTech, in altre parole non vengono calcolati i rendimenti anomali medi per le società target poiché risulta difficile reperire informazioni riguardanti i prezzi azionari dal momento che molte di queste non sono quotate in una

---

<sup>60</sup> I calcoli dei CAR di breve periodo di ciascuna banca e la media globale dei CAR sono stati svolti nel seguente foglio di lavoro di Microsoft Excel "CAR" consultabile e scaricabile dal seguente link:

<https://drive.google.com/file/d/11wZ74lrPVziCvxNIipe6-PIQ86a2Xal5/view?usp=sharing>

<sup>61</sup> Chari et al., 2004; Yoon & Lee, 2016



borsa valori. Molti studi evidenziano che a ridosso del periodo di annuncio di un M&A gli azionisti delle società target beneficiano di CAR positivi e statisticamente significativi, mentre gli azionisti delle società acquirenti ottengono piccoli rendimenti anomali cumulati negativi e non statisticamente significativi.

Secondo uno studio le reazioni del mercato all'annuncio dell'acquisizione è più favorevole per le banche se i loro rendimenti azionari sono elevati prima dell'annuncio, invece se sono negativi allora gli acquirenti potrebbero avere una risposta meno favorevole all'annuncio<sup>62</sup>.

La media dei rendimenti anomali cumulati delle banche di questo campione nella finestra temporale [-20, +20] sono negativi e via via decrescenti come mostrato nella seguente figura (Figura 8<sup>60</sup>).

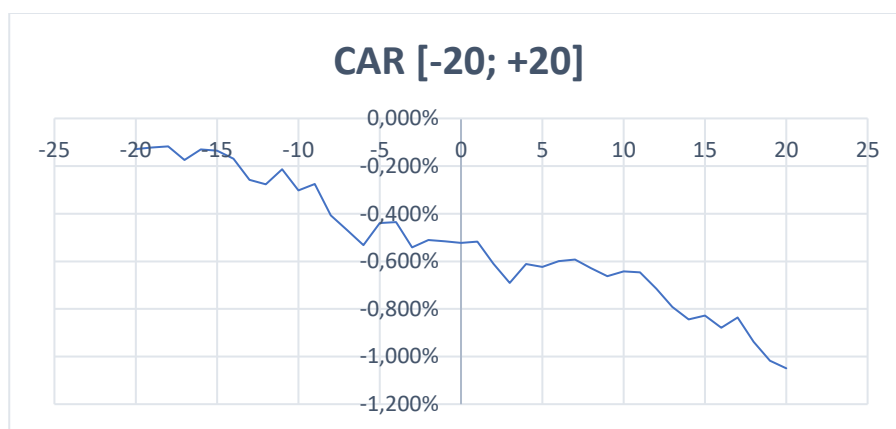


Figura 8

Nella finestra temporale [-5; +5] i CAR sono inizialmente positivi anche dopo la data di annuncio ma successivamente virano in territorio negativo come illustrato nella Figura 9<sup>60</sup>.

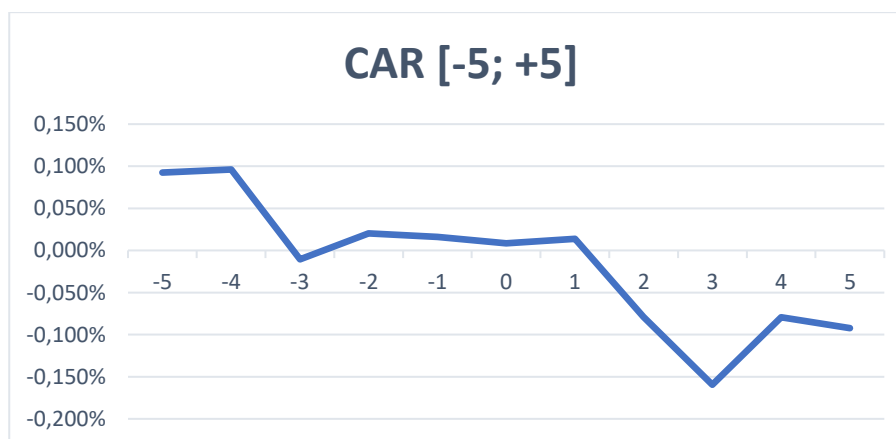


Figura 9

<sup>62</sup> R. Morck, A. Shleifer & R. W. Vishny. "Do managerial objectives drive bad acquisitions?" - Journal of Finance <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>

Di seguito vengono riportati ulteriori grafici a linee che illustrano l'andamento dei rendimenti anomali cumulati (CAR) dei prezzi azionari delle banche in diverse finestre temporali<sup>60</sup>.

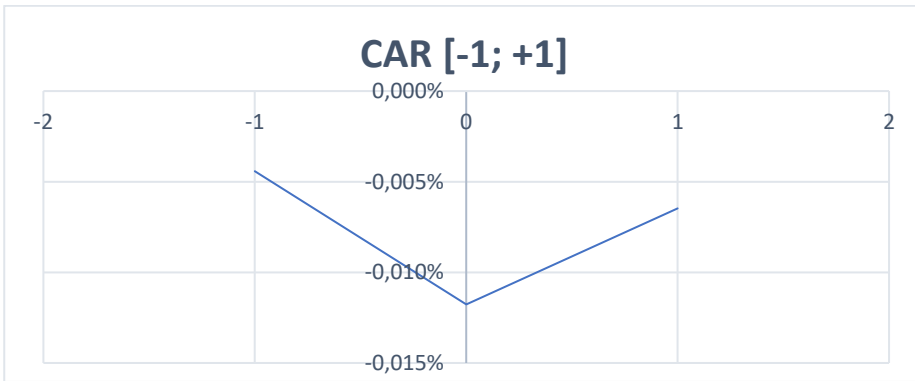


Figura 10

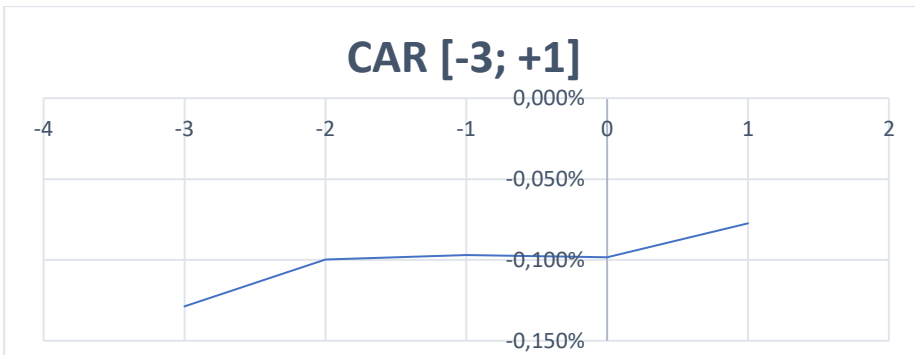


Figura 11

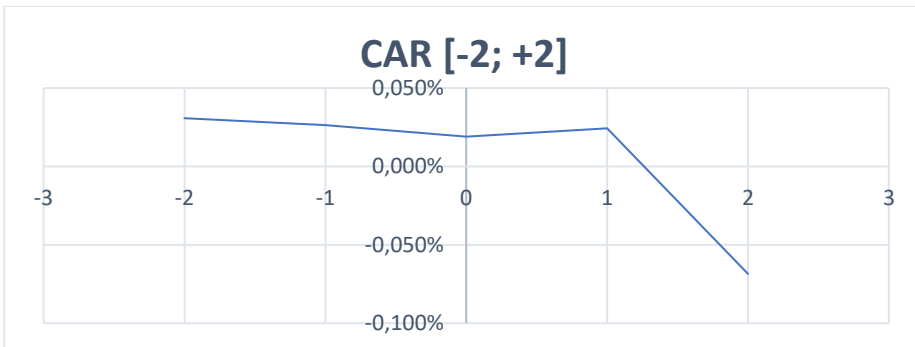


Figura 12

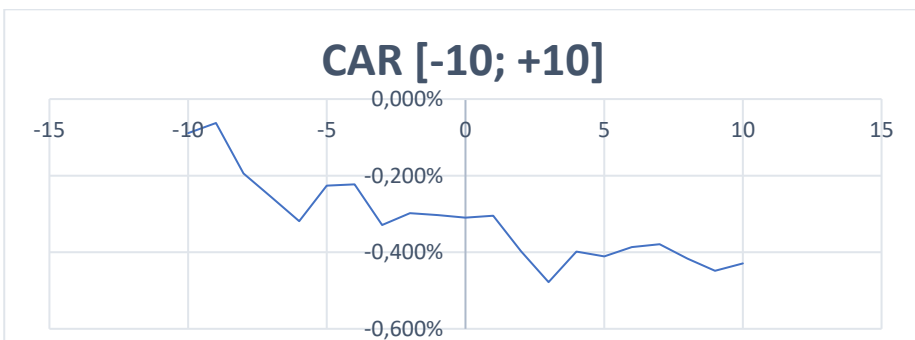


Figura 13

t	CAR [-20;20]	CAR [-5;5]	CAR [-1;1]	CAR [-3;1]	CAR [-2;2]	CAR [-10;10]
-20	-0,129%					
-19	-0,122%					
-18	-0,117%					
-17	-0,174%					
-16	-0,130%					
-15	-0,136%					
-14	-0,170%					
-13	-0,258%					
-12	-0,277%					
-11	-0,213%					
-10	-0,302%					-0,089%
-9	-0,276%					-0,063%
-8	-0,407%					-0,194%
-7	-0,469%					-0,256%
-6	-0,532%					-0,319%
-5	-0,439%	0,092%				-0,226%
-4	-0,435%	0,096%				-0,222%
-3	-0,542%	-0,010%		-0,129%		-0,329%
-2	-0,511%	0,020%		-0,100%	0,031%	-0,298%
-1	-0,516%	0,016%	-0,004%	-0,097%	0,026%	-0,303%
0	-0,523%	0,009%	-0,012%	-0,098%	0,019%	-0,310%
1	-0,518%	0,014%	-0,006%	-0,077%	0,024%	-0,305%
2	-0,610%	-0,079%			-0,069%	-0,397%
3	-0,691%	-0,159%				-0,478%
4	-0,611%	-0,079%				-0,398%
5	-0,624%	-0,092%				-0,411%
6	-0,600%					-0,387%
7	-0,592%					-0,379%
8	-0,629%					-0,416%
9	-0,662%					-0,449%
10	-0,642%					-0,429%
11	-0,646%					
12	-0,716%					
13	-0,791%					
14	-0,844%					
15	-0,828%					
16	-0,878%					
17	-0,836%					
18	-0,938%					
19	-1,018%					
20	-1,049%					

Figura 14

Il mercato reagisce, nel complesso, negativamente all'annuncio, infatti i rendimenti anomali cumulati sono negativi in tutte le finestre temporali prese in considerazione e tendenzialmente decrescenti. La seguente tabella riassume i risultati dell'analisi sui CAR<sup>60</sup> delle banche del campione in questione.

Le fughe di informazioni possono essere la causa della diminuzione dei rendimenti anomali cumulati prima della data di annuncio. Se ci sono fughe di informazioni riguardanti l'anticipazione delle operazioni di fusione e acquisizione, allora l'effetto degli annunci di M&A potrebbe essere riflesso nei prezzi delle azioni prima dell'effettiva data dell'annuncio al pubblico<sup>63</sup>. Dunque, i prezzi delle azioni potrebbero incorporare notizie relative a operazioni di fusione e acquisizione prima ancora della data dell'annuncio se ci sono fughe di informazioni o se gli investitori anticipano le operazioni prima dell'annuncio.

La figura 15 mostra la media dei rendimenti anomali cumulati dell'intero campione di banche acquirenti relativi a tutte le finestre temporali esaminate, racchiudendo l'intera analisi svolta sui CAR<sup>60</sup>.

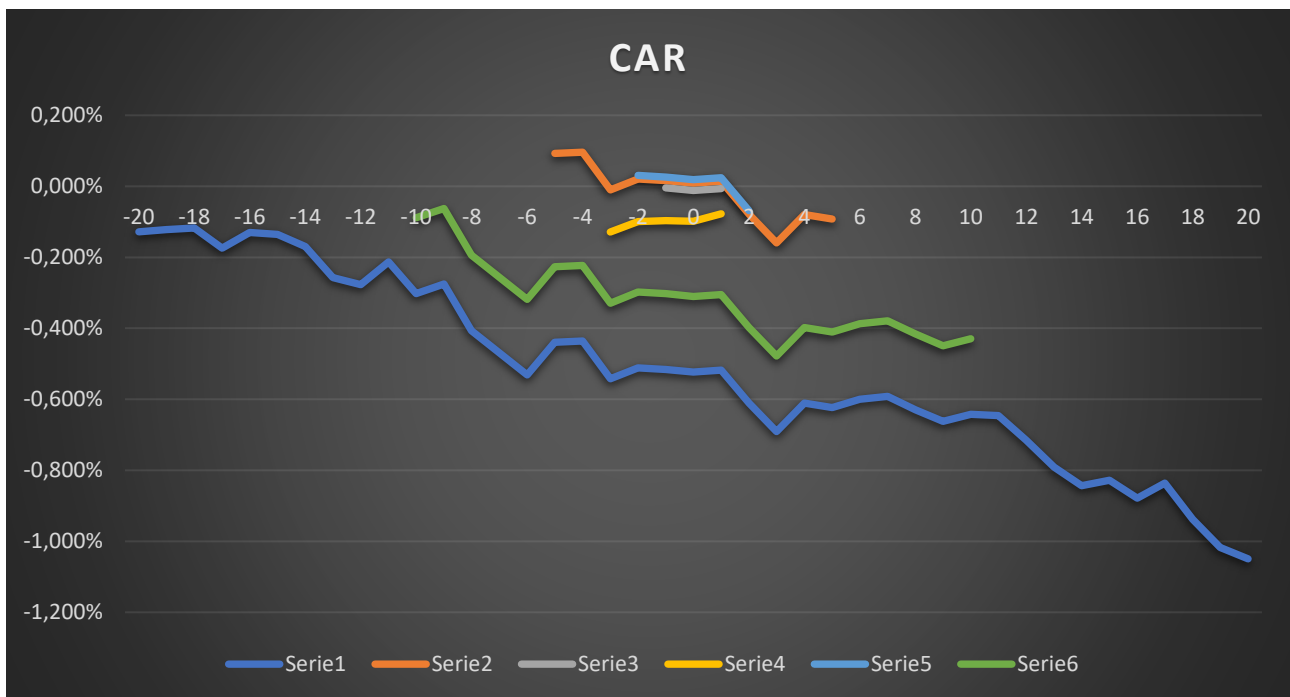


Figura 15

I risultati riguardanti i mercati dei Paesi emergenti, a causa della limitata quantità di dati sulle transazioni in queste aree, sono di scarsa validità e affidabilità; se il campione di dati fosse stato più ricco di round di investimento da parte di banche operanti in Paesi emergenti probabilmente i risultati sarebbero risultati molto più precisi e attendibili.

<sup>63</sup> P. H. Malatesta e R. Thompson. "Partially anticipated events: A model of stock price reactions with an application to corporate acquisitions" *Journal of Financial Economics*, Volume 14, Issue 2, Pages 237-250 (June 1985). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X85900169>; Brunnermeier, 2005, M. M. Cornett, J. J. McNutt, P. E. Strahan, H. Tehranian. "Liquidity risk management and credit supply in the financial crisis" *Journal of Financial Economics*, Volume 101, Issue 2, Pages 297-312 (August 2011). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11000663>; Cai et al., 2011

I pochi studi che si occupano di annunci di round di investimento da parte di banche in società FinTech riguardano principalmente la reazione del prezzo delle azioni in relazione alla data dell'annuncio, mentre forniscono spiegazioni limitate sui fattori che possono spiegare tale reazione. Anche il presente studio si è basato sulla stima dei rendimenti anomali nel breve periodo ma è risultato più complesso riuscire ad identificare i fattori che determinano tali risultati. Le variabili che, al momento dell'annuncio, possono incidere sulle performance azionarie delle banche sono molteplici, come ad esempio le loro caratteristiche fondamentali (dimensione, ROE, liquidità etc.) e le intenzioni del top management, le condizioni di mercato che prevalgono in quel determinato momento o anno, il trend rialzista o ribassista del corso azionario delle banche, la reputazione e la posizione geografica della società target e la regolamentazione a cui è sottoposta<sup>64</sup>, le asimmetrie informative<sup>65</sup>.

---

<sup>64</sup> Se il mercato intuisce che il management della banca acquirente persegue interessi personali si può avere una reazione negativa all'annuncio

<sup>65</sup> Le asimmetrie informative si possono verificare quando il mercato non riesce a reperire le giuste informazioni e a valutare consapevolmente un investimento. Un esempio può essere un'operazione transfrontaliera che coinvolge una società FinTech poco conosciuta e non quotata in borsa, sottoposta ad una vigilanza poco stringente e che opera in un Paese distante da quello in cui opera la banca.

# CAPITOLO V

## Conclusioni

Nella prima parte di questo elaborato è stato analizzato il fenomeno FinTech e la sua relazione col sistema bancario tradizionale. Le società FinTech hanno avuto un dirompente sviluppo all'interno del settore finanziario iniziando una nuova epoca rivoluzionaria di innovazione e digitalizzazione finanziaria grazie alle loro abilità di soddisfare in modo semplice, efficace e veloce le preferenze, continuamente mutevoli, della clientela. La ricerca compiuta rileva che gli intermediari finanziari tradizionali abbiano notato le potenziali minacce da tali competitor ma che abbiano anche prontamente deciso di cogliere questo cambiamento epocale per rendere più innovativi e digitalizzati i loro business. Dunque, le banche per non vedere perdere la loro posizione all'interno del settore finanziario hanno deciso di integrare nei loro processi operativi l'innovazione finanziaria, considerandola come un'opportunità anziché come una minaccia, sviluppando internamente prodotti digitali o il più delle volte, collaborando con le società FinTech o acquisendole. Esistono diversi scenari riguardo alle aspettative di crescita del fenomeno FinTech, da un estremo che vede le banche completamente disintermedate e spiazzate dai nuovi player del settore finanziario, all'altro, che vede le banche riuscire a mettere in atto strategie migliorative dei meccanismi di erogazione dei vari servizi tecnologici e di preservare il loro vantaggio competitivo storico. Uno scenario intermedio di sana coesistenza, dove le società FinTech e le banche tradizionali coesistono e cooperano, risulta il più plausibile.

La straordinaria crescita ed espansione in tutto il mondo del fenomeno FinTech non è priva di pericoli, infatti la mancanza di un rigido sistema di vigilanza e di un quadro regolamentare a livello internazionale per le società FinTech può generare rischi al sistema finanziario in generale. Dunque, risulta cruciale aggiornare e migliorare la scarsa regolamentazione a vantaggio di questo settore per fare in modo di prevenire una potenziale crisi sistemica più grave della grande recessione.

Nella seconda parte di questo studio, utilizzando un'analisi standard di tipo "event study" per un campione di 343 annunci di round di investimento in società FinTech da parte di 84 banche quotate,

per un periodo di 6 anni, dal 2013 al 2018, è stato esaminato l'impatto di tali eventi sui prezzi delle azioni di queste banche.

Secondo i risultati, nel complesso, un annuncio di M&A non sembra creare valore per gli azionisti degli acquirenti. Gli annunci di tali operazioni hanno un effetto negativo sul valore delle azioni della maggior parte delle banche acquirenti analizzate per le finestre temporali di breve termine. Questo potrebbe essere un'indicazione del fatto che i mercati ritengono che le banche debbano sviluppare nuovi servizi digitali piuttosto che impegnarsi in alleanze con società FinTech<sup>66</sup>.

L'analisi condotta tramite il metodo dell'event study è limitata dall'esiguità di dati sui risultati delle operazioni tra banche e società FinTech, in particolare nei Paesi in via di sviluppo come la Cina e l'India. Dunque, questo documento ha fornito un nuovo contributo alla letteratura analizzando l'effetto delle operazioni di investimento che le istituzioni finanziarie hanno intrapreso nelle società FinTech.

Le acquisizioni di società Fintech da parte degli intermediari finanziari tradizionali hanno una copertura di ricerca estremamente limitata nel mondo accademico in quanto sono ancora considerate un fenomeno recente, quindi la ricerca futura dovrebbe concentrarsi su questo settore in quanto la crescente importanza del fenomeno FinTech non mostra segni di rallentamento.

Poiché molti accademici hanno concentrato la loro attenzione sui dati dei mercati nordamericano ed europeo, le analisi sui mercati asiatico e sudamericano sono state ignorate. Ci sono ulteriori questioni ancora da approfondire, riguardanti la generalizzabilità dei risultati dei mercati sviluppati in relazione ai risultati dei mercati emergenti, in quanto questi ultimi hanno politiche di governance e legislazioni diversi e nello stesso tempo anche le società che vi operano sono differenti per quanto riguarda le strutture societarie e i concorrenti. Questa incapacità degli accademici di ampliare la ricerca, creare modelli e ipotesi solide per i mercati non sviluppati rappresenta un'altra lacuna nella ricerca che dovrebbe essere ulteriormente esplorata. Non sono stati studiati a fondo quali tipi di società tecnologiche acquisite incrementano maggiormente il valore dell'operazione.

Inoltre, la performance pre e post-acquisizione dei target FinTech non è stata studiata in questa sede e non è stata trovata sufficiente letteratura precedente per analizzare gli effetti sui target FinTech. Si identifica così un altro potenziale argomento di ricerca. Inoltre, il crescente interesse per l'analisi transfrontaliera degli acquirenti dovrebbe essere applicato anche alle acquisizioni di società FinTech. Sarà compito degli accademici più avventurosi e creativi dei prossimi anni arricchire la nostra

---

<sup>66</sup> L. Hornuf, M. F. Klus & T. S. Lohwasser & A. Schvienbacher. "How Do Banks Interact with Fintech Startups?" *Small Business Economics* (april 2020). <https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s11187-020-00359-3.pdf>

comprensione dell'impatto che hanno gli eventi sui corsi azionari e delle performance pre e post-acquisizione delle banche che compiono round di investimento in società FinTech.



## Bibliografia e sitografia

- A. N. Berger, R. S. Demsetz, & P. E. Strahan, “*The consolidation of the financial services industry: Causes, consequences, and implications for the future*”. *Journal of Banking & Finance* (1999), Volume 23, Issues 2–4, Pages 135-194 (February 1999).  
<https://ideas.repec.org/a/eee/jbfina/v23y1999i2-4p135-194.html>
- Agrawal & J. F. Jaffe, “*The Post Merger Performance Puzzle*”. *Advances in Mergers and Acquisitions*. (2001). [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=199671](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=199671)
- Agrawal, J. F. Jaffe & G. Mandelker, “*The Post-Merger Performance of Acquiring Firms: A Re-examination of an Anomaly*”. *The Journal of Finance* (1992).  
[https://econpapers.repec.org/article/blajfinan/v\\_3a47\\_3ay\\_3a1992\\_3ai\\_3a4\\_3ap\\_3a1605-21.htm](https://econpapers.repec.org/article/blajfinan/v_3a47_3ay_3a1992_3ai_3a4_3ap_3a1605-21.htm)
- Argentati, A. “*Le banche nel nuovo scenario competitivo. FinTech, il paradigma Open banking e la minaccia delle big tech companies*”. *Mercato Concorrenza Regole*, 20(3), 441-466 (2018).  
<http://www.biblio.liuc.it/scripts/essper/ricerca.asp?tipo=scheda&codice=2412917>
- Asimakopoulos & Whalley. “*Market leadership, technological progress and relative performance in the mobile telecommunications industry*”. *Technological Forecasting and Social Change*, Volume 123, Pages 57-67 (Oct. 2017).  
<https://ideas.repec.org/a/eee/tefoso/v123y2017icp57-67.html>
- BCBS, BIS. “*Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*”. (2018)  
<https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>
- Berger, A., Klapper, L., Turk-Ariss, R. “*Bank competition and financial stability*”. *Journal of Financial Services Research* 21, 849–870 (2009).  
<https://ideas.repec.org/a/kap/jfsres/v35y2009i2p99-118.html>

- Carstens. “Big tech in finance and new challenges for public policy”. SUERF, The European Money And Finance Forum (2018).  
[https://www.suerf.org/docx/f\\_ccb421d5f36c5a412816d494b15ca9f6\\_4287\\_suerf.pdf](https://www.suerf.org/docx/f_ccb421d5f36c5a412816d494b15ca9f6_4287_suerf.pdf)
- Consob: <http://www.consob.it/web/area-pubblica/sezione-fintech>
- Deutsche Bank. “*Fintech reloaded – Traditional banks as digital ecosystems*” (2015).  
[https://www.deutschebank.nl/nl/docs/Fintech\\_reloaded\\_Traditional\\_banks\\_as\\_digital\\_ecosystems.pdf](https://www.deutschebank.nl/nl/docs/Fintech_reloaded_Traditional_banks_as_digital_ecosystems.pdf)
- Ernst & Young. “Global FinTech Adoption Index 2017”.  
[https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-exec-summary-2017/\\$FILE/ey-fintech-exec-summary-2017.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-fintech-exec-summary-2017/$FILE/ey-fintech-exec-summary-2017.pdf)
- Ernst & Young. “*Global FinTech Adoption Index 2019*”.  
[https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/financial-services/ey-global-fintech-adoption-index-2019.pdf?download)
- Financial Stability Board (FSB). “*Report on FinTech credit*” (2017).  
<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/CGFS-FSB-Report-on-FinTech-Credit.pdf>
- G. Navaretti, G. Calzolari, J. M. Mansilla-Fernandez & A. Pozzolo. *Fintech and Banking. Friends or Foes?* SSRN (2018).  
[https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN\\_ID3099337\\_code193151.pdf?abstractid=3099337&mirid=1](https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID3099337_code193151.pdf?abstractid=3099337&mirid=1)
- Hughes, A. “*Mergers and Economic Performance in the UK: A Survey of the Empirical Evidence 1950-1990*”, *European Mergers and Merger Policy*, pp. 9-95 (1993).
- I. Asimakopoulou, P. P. Athanasoglou. “*Revisiting the merger and acquisition performance of European banks*”. “*International Review of Financial Analysis*”, Volume 29, Pages 237-249, (Sep. 2013). <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1057521912000828>
- J. F. Houston & M. D. Ryngaert, “*The overall gains from large bank mergers*” *Journal of Banking & Finance*, Volume 18, Issue 6, Pages 1155-1176 (December 1994).
- J. Hagedoorn & J. Schakenraad, “*The Effect of Strategic Technology Alliances on Company Performance*”. *Strategic Management Journal* (1994).  
[https://www.researchgate.net/profile/John\\_Hagedoorn/publication/227656445\\_The\\_Effect\\_of\\_Strategic\\_Technology\\_Alliances\\_on\\_Company\\_Performance\\_A\\_LISREL\\_Approach/links/544111110cf2731111111111.pdf](https://www.researchgate.net/profile/John_Hagedoorn/publication/227656445_The_Effect_of_Strategic_Technology_Alliances_on_Company_Performance_A_LISREL_Approach/links/544111110cf2731111111111.pdf)

[ks/59dfb0de0f7e9bc5125638e6/The-Effect-of-Strategic-Technology-Alliances-on-Company-Performance-A-LISREL-Approach.pdf](https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11000663)

- J. Madura, K. J. Wiant. “Long-term valuation effects of bank acquisitions”. *Journal of Banking & Finance* (1994), Volume 18, Issue 6, Pages 1135-1154 (Dec. 1994).  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0378426694000646>
- KPMG International – Global FinTech 2019.
- L. Akhisara, K. B. Tunay & N. Tunayc “*The Effects of Innovations on Bank Performance: The Case of Electronic Banking Services*”. *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 195, Pages 369-375 (July 2015). <https://cyberleninka.org/article/n/514565>
- L. Becchetti & R. Ciciretti, “*Corporate social responsibility and stock market performance*” “*Applied Financial Economic*”s, Volume 19 - Issue 16 (2009).  
[https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09603100802584854?casa\\_token=hQE0wAgK22EAAAAA%3AcSr6j0C-Ei8DalFHkeaY1imtFLN8Pn3ry3qfcwmYDU9hTjw-2GANnryneFWrW-SCdFU60GjXqMlc](https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09603100802584854?casa_token=hQE0wAgK22EAAAAA%3AcSr6j0C-Ei8DalFHkeaY1imtFLN8Pn3ry3qfcwmYDU9hTjw-2GANnryneFWrW-SCdFU60GjXqMlc)
- L. Hornuf, M. F. Klus & T. S. Lohwasser & A. Schwienbacher. “*How Do Banks Interact with Fintech Startups?*” *Small Business Economics* (april 2020).  
<https://link.springer.com/content/pdf/10.1007/s11187-020-00359-3.pdf>
- Lee I. & Shin Y. J. “*Fintech: Ecosystem, business models, investment decisions, and challenges*”. *Business Horizons*, 61(1), pp. 35-46 (2018).  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0007681317301246>
- M. Carney. “The Promise of FinTech – Something New Under the Sun?” Speech (2017).  
<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/The-Promise-of-FinTech-%E2%80%93-Something-New-Under-the-Sun.pdf>
- M. Fatemi, I Fooladi & N. Garehkoolchian. “*Gains from mergers and acquisitions in Japan*”. *Global Finance Journal*, Volume 32, Pages 166-178 (Feb. 2017).  
[http://faratarjome.ir/u/media/shopping\\_files/store-EN-1520150855-7711.pdf](http://faratarjome.ir/u/media/shopping_files/store-EN-1520150855-7711.pdf)
- M. M. Cornett, J. J. McNutt, P. E. Strahan, H. Tehranian. “*Liquidity risk management and credit supply in the financial crisis*” *Journal of Financial Economics*, Volume 101, Issue 2, Pages 297-312 (August 2011).  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X11000663>

- M. Bofondi. "Lending-based crowdfunding: opportunities and risks" *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)* 375, Bank of Italy (2017).  
[https://ideas.repec.org/p/bdi/opques/qef\\_375\\_17.html](https://ideas.repec.org/p/bdi/opques/qef_375_17.html)
- M. Bofondi e G. Gobbi. "The Big Promise of Fintech". *European Economy. Banks, regulation, and the real sector*, pages 107-119 (2017). [http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE\\_2.2017-2.pdf#page=109](http://european-economy.eu/wp-content/uploads/2018/01/EE_2.2017-2.pdf#page=109)
- O. Al-Halawani. "The Impact of Fintech M&A on Financial Institutions' Post-Acquisition Performance". ReserachGate (2019). [https://www.researchgate.net/profile/Omar\\_Al-Halawani/publication/338007319\\_The\\_Impact\\_of\\_Fintech\\_MA\\_on\\_Financial\\_Institutions'\\_Post-Acquisition\\_Performance\\_Master's\\_Dissertation\\_86/links/5df9fb6f299bf10bc3636db4/The-Impact-of-Fintech-M-A-on-Financial-Institutions-Post-Acquisition-Performance-Masters-Dissertation-86.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Omar_Al-Halawani/publication/338007319_The_Impact_of_Fintech_MA_on_Financial_Institutions'_Post-Acquisition_Performance_Master's_Dissertation_86/links/5df9fb6f299bf10bc3636db4/The-Impact-of-Fintech-M-A-on-Financial-Institutions-Post-Acquisition-Performance-Masters-Dissertation-86.pdf)
- P. H. Malatesta e R. Thompson. "Partially anticipated events: A model of stock price reactions with an application to corporate acquisitions" *Journal of Financial Economics*, Volume 14, Issue 2, pages 237-250 (June 1985).  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X85900169>
- P. Puranam, H Singh & M. Zollo. "Organizing for Innovation: Managing the Coordination-Autonomy Dilemma in Technology Acquisitions". *Academy of Management Journal Vol. 49, No. 2* (2006). <https://journals.aom.org/doi/abs/10.5465/amj.2006.20786062>
- R. Ferrari, "FinTech Impact on Retail Banking – From a Universal Banking Model to Banking Verticalization". *The FinTech Book: The Financial Technology Handbook for Investors, Entrepreneurs and Visionaries*, pages 248-252 - (2016).  
<https://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/9781119218906.ch65>
- R. Morck, A. Shleifer & R. W. Vishny. "Do managerial objectives drive bad acquisitions?" - *Journal of Finance* <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/abs/10.1111/j.1540-6261.1990.tb05079.x>
- S. Chava, N. Paradkar & Y. Zhang. "Winners and Losers of Marketplace Lending: Evidence from Borrower Credit Dynamics". *Georgia Tech Scheller College of Business Research Paper No. 18-16* 2018. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3178322](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3178322)

- S. Lebedev, M. W. Peng, E. Xin, C. E. Steevns, "Mergers and acquisitions in and out of emerging economies". *Journal of World Business*, Volume 50, Issue 4, , Pages 651-662 (October 2015) <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1090951614000716>
- S. Yilmaz & B Tanyeri. "Global Merger and Acquisition (M&A) activity: 1992–2011". *Finance Research Letters*, Volume 17, Pages 110-117 (May 2016).  
<https://ideas.repec.org/a/eee/finlet/v17y2016icp110-117.html>
- StartupBusiness – 2017.
- T. Beck, T. Chen, C. Lin & F. M. Song "Financial Innovation: The Bright and the Dark Sides". *24th Australasian Finance and Banking Conference 2011 Paper* (2012).  
<https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.230.6354&rep=rep1&type=pdf>
- T. Beck, T. Chen, C. Lin & F. M. Song "Financial innovation: The bright and the dark sides". *Journal of Banking & Finance*, Volume 72, November 2016, Pages 28-51 (2016)  
[https://econpapers.repec.org/article/eejbfina/v\\_3a72\\_3ay\\_3a2016\\_3ai\\_3ac\\_3ap\\_3a28-51.htm](https://econpapers.repec.org/article/eejbfina/v_3a72_3ay_3a2016_3ai_3ac_3ap_3a28-51.htm)
- T. Zalan & E .Toufaily "The Promise of Fintech in Emerging Markets: Not as Disruptive" *Contemporary Economics*, Vol. 11, Issue 4 (Dec. 2017).  
<https://www.econstor.eu/bitstream/10419/195501/1/1029213224.pdf>
- World Economic Forum – "Global Risks Report 2020"  
[http://www3.weforum.org/docs/WEF\\_Global\\_Risk\\_Report\\_2020.pdf](http://www3.weforum.org/docs/WEF_Global_Risk_Report_2020.pdf)
- Y. Drenev. K. Frolova & E. Ochirova. "The impact of fintech M&A on stock returns" *Research in International Business and Finance*, Volume 48, Pages 353-364 (Apr. 2019).  
<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0275531918308080>