

LUISS



Cattedra

RELATORE

CORRELATORE

CANDIDATO

Anno Accademico

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO 1: LA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA: PROCESSO EVOLUTIVO E PROSPETTIVE FUTURE	6
1.1 LA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA.....	6
1.1.1 VANTAGGI E SVANTAGGI DELLA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA	9
1.1.2 ANALISI DELLA NORMATIVA RIGUARDANTE GLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI.....	15
1.2 EVOLUZIONE STORICA E ANALISI DI COME LE CRISI HANNO AVUTO UN IMPATTO SUL PROCESSO DI DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA	18
1.2.1 LA CRISI DEI MUTUI SUB-PRIME.....	22
1.2.2 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI	27
1.2.3 L’IMPATTO DELLA CRISI SULLA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA	30
1.2.4 EVIDENZE EMPIRICHE.....	34
APPENDICE	36
A.1 IL RUOLO DEL FINTECH NEL PROCESSO DI DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA	36
A.2 GLI ECOSISTEMI DECENTRALIZZATI	39
A.3 CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCY (CBDC).....	44
CAPITOLO 2: VALUTAZIONE DELLE DIFFERENZE NELLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA	47
2.1 IL RUOLO DELLE BANCHE E L’IMPORTANZA NELLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA	48

2.1.1 IMPATTO DELLA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA SULLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA	54
2.2 DOMANDA DI RICERCA E METODOLOGIA DI ANALISI.....	58
2.2.1 COSTRUZIONE DEI DATI	60
Shock di politica monetaria	60
Misure di bilancio:.....	63
Variabili di controllo	64
2.2.2 COSTRUZIONE DEL MODELLO	67
2.3 RISULTATI DEL MODELLO	70
APPENDICE	80
A.1 ANALISI DELLA LETTERATURA ACCADEMICA	80
A.2 TABELLE CONTENENTI I RISULTATI PRESENTATI TRAMITE I GRAFICI E RELATIVI P-VALUES	85
CAPITOLO 3: I NUOVI CANALI DI FINANZIAMENTO PER LE IMPRESE.....	89
3.1.1 I MINI BOND	93
3.1.2 L'INVOICE TRADING	96
3.1.3 IL DIRECT LENDING	98
3.2 IL CROWDFUNDING.....	100
3.2.1 LENDING-BASED CROWDFUNDING O PEER-TO-PEER LENDING	106
3.2.2 INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING O EQUITY CROWDFUNDING.....	110
3.3 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL	113
CONCLUSIONI	125
BIBLIOGRAFIA.....	130
SITOGRAFIA	137

INTRODUZIONE

La disintermediazione bancaria rappresenta un fenomeno cruciale nel contesto finanziario ed economico contemporaneo, poiché comporta significative ripercussioni per l'economia, il sistema bancario e le imprese. Il lavoro effettuato mira ad analizzare in profondità tale aspetto, esplorandone le cause e le conseguenze, nonché le potenziali opportunità e sfide che ne derivano. Inizialmente, verrà esaminata la natura della disintermediazione bancaria, fornendo una definizione dettagliata, comprendente il quadro normativo della stessa e un inquadramento storico. In seguito, verrà evidenziato come eventi finanziari di portata globale, quali la crisi dei mutui subprime e quella del debito sovrano, abbiano contribuito all'emergere di questo fenomeno.

Si discuterà inoltre il ruolo delle normative successive, quali Basilea III e il New Deal, nel definire il panorama della disintermediazione bancaria, analizzando le conseguenze di tali regolamentazioni sulla stabilità del sistema bancario e finanziario. Inoltre, si esploreranno i vantaggi e gli svantaggi derivanti dalla disintermediazione bancaria per gli attori coinvolti, quali banche, intermediari finanziari non bancari, imprese e famiglie.

Verrà inoltre affrontato il tema della trasmissione della politica monetaria, al fine di verificare se tale aspetto possa effettivamente considerarsi come critico per la stabilità del sistema finanziario e verrà valutata la consistenza delle differenze fra banche e intermediari finanziari non bancari nell'Eurozona e negli Stati Uniti in termini di trasmissione della politica monetaria.

L'analisi sarà condotta utilizzando un modello di proiezioni locali, attraverso il quale si studiano gli effetti degli shock di tasso di breve e lungo termine sulle misure di bilancio delle banche e dei fondi di investimento, nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Gli shock di tasso vengono calcolati come variazioni dei dati ad alta frequenza prima e dopo le conferenze in cui vengono annunciati i cambiamenti di politica monetaria della Banca Centrale Europea e della Federal Reserve.

In particolare, l'analisi sarà volta a verificare l'interazione tra la trasmissione della politica monetaria e la disintermediazione bancaria, nonché a identificare i fattori che influenzano la trasmissione degli shock monetari nel sistema finanziario. Per effettuare tale analisi, verranno prese in considerazione le differenze strutturali e della composizione dei bilanci dei due intermediari finanziari sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti.

Infine, sarà esaminato il ruolo delle piccole e medie imprese (PMI) nel contesto della disintermediazione bancaria, evidenziando come tale tipologia di imprese sia particolarmente interessata dal fenomeno, data la loro necessità di accesso a fonti alternative di finanziamento rispetto ai canali bancari tradizionali.

Verrà valutato anche l'impatto della disintermediazione bancaria sulle PMI, esplorando le strategie che queste imprese possono adottare per sfruttare al meglio le opportunità offerte dai finanziamenti alternativi e per affrontare le sfide connesse alla disintermediazione. Si discuterà l'importanza di una solida gestione finanziaria, di una maggiore consapevolezza delle diverse opzioni di finanziamento e di una stretta collaborazione tra PMI, intermediari finanziari non bancari e banche tradizionali per garantire l'accesso al credito e la crescita sostenibile. Saranno analizzate infine, le diverse forme di finanziamento alternativo disponibili per le PMI, quali l'Invoice Trading, il Direct Lending, i Mini Bond, il Crowdfunding e il Private Equity. Si approfondirà il funzionamento di questi strumenti finanziari, la loro diffusione e le potenziali opportunità e sfide associate al loro utilizzo.

CAPITOLO 1: LA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA:

PROCESSO EVOLUTIVO E PROSPETTIVE FUTURE

1.1 LA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA

Si definisce la disintermediazione bancaria come: *“la riduzione del peso quantitativo degli intermediari bancari nel sistema finanziario”*¹. Tale fenomeno si verifica quando il peso dei fondi intermediati da intermediari bancari si riduce a favore dell’aumento del volume degli stessi intermediati in circuiti extra-bancari. In particolare, parliamo di disintermediazione bancaria quando un numero crescente di individui o imprese, per investire i propri fondi e richiedere dei prestiti, si affida ad intermediari finanziari non bancari.

Gli intermediari finanziari non bancari, definiti dall’Art.106 del Testo Unico Bancario (TUB)², si interpongono nel processo di raccolta del risparmio ed erogazione del credito, svolgendo gran parte delle attività tipiche delle banche, previa autorizzazione da parte della Banca d’Italia o della CONSOB, che assolvono anche il ruolo di vigilanza sul corretto funzionamento e sull’assunzione di rischi da parte degli stessi, in accordo con la normativa Europea.

Il complesso di intermediari finanziari non bancari, e il circuito in cui gli stessi operano, viene definito “Shadow Banking System”³.

La disintermediazione bancaria può scaturire per diverse motivazioni, fra cui:

¹ Treccani Enciclopedia Italiana. (1991) "*Disintermediazione*". V appendice.

https://www.treccani.it/enciclopedia/disintermediazione_%28Enciclopedia-Italiana%29/

² Articolo 106 TUB: L'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. Oltre alle attività di cui al comma 1 gli intermediari finanziari possono: a) emettere moneta elettronica e prestare servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo [114 quinquies](#), comma 4, e iscritti nel relativo albo, oppure prestare solo servizi di pagamento a condizione che siano a ciò autorizzati ai sensi dell'articolo [114 novies](#), comma 4, e iscritti nel relativo albo; b) prestare servizi di investimento se autorizzati ai sensi dell'articolo 18, comma 3, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58; c) esercitare le altre attività a loro eventualmente consentite dalla legge nonché attività connesse o strumentali, nel rispetto delle disposizioni dettate dalla Banca d'Italia. Il Ministro dell'economia e delle finanze, sentita la Banca d'Italia, specifica il contenuto delle attività indicate nel comma 1, nonché in quali circostanze ricorra l'esercizio nei confronti del pubblico.

³ Sistema bancario ombra, definito dalla CONSOB come “complesso di mercati, istituzioni e intermediari che erogano servizi bancari senza essere soggetti alla relativa regolamentazione in quanto posti al di fuori del perimetro di applicazione delle relative norme”

- La perdita di fiducia dei risparmiatori nel sistema bancario tradizionale, dopo le crisi che hanno provocato il fallimento delle maggiori banche commerciali.
- L'incremento della fiducia dei risparmiatori nei nuovi strumenti finanziari, influenzata anche da un incremento dei rendimenti che offrono tali servizi.
- La liberalizzazione dei mercati finanziari.
- L'evoluzione tecnologica che ha comportato la nascita di nuove piattaforme e strumenti finanziari, che hanno un perimetro di attuazione extra-bancario.

In particolare, il fenomeno può essere spiegato sia dal lato della domanda, ovvero la diminuzione dei depositi bancari e delle obbligazioni bancarie, che dal lato dell'offerta, ovvero la diminuzione dei finanziamenti erogati a favore di famiglie e imprese.

Per quanto riguarda i depositi, la disintermediazione è derivata dalla nascita di nuove forme di risparmio, che offrivano ai risparmiatori rendimenti più elevati⁴. La diminuzione della domanda di depositi bancari è storicamente dovuta ad un mutamento delle preferenze del pubblico a favore dell'investimento in titoli di stato, un'attività finanziaria con un elevato grado di sostituibilità con il deposito bancario poiché offre elevati livelli di stabilità⁵, ma caratterizzata da rendimenti superiori rispetto a questi ultimi; A livello strutturale, la propensione delle famiglie a spostarsi dai depositi bancari verso attività finanziarie a più alto rischio e rendimento è stata agevolata dal contesto di bassi tassi di interesse che ha ridotto l'attrattiva della detenzione di depositi bancari come attività di investimento. Allo stesso tempo, per quanto riguarda le imprese, l'aumento delle dimensioni e il processo di globalizzazione, hanno portato un ricorso più agevole al mercato obbligazionario.

Riguardo l'offerta, le imprese si sono rivolte sempre di più al mercato per il finanziamento diretto, attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni per le società quotate, mentre per le piccole e medie imprese, negli ultimi anni si è largamente sviluppato il mercato dell'equity e debt crowdfunding che permette di concedere finanziamenti alle imprese, senza dover accedere al mercato dei capitali e

⁴ In particolare, l'incidenza dei depositi bancari sul totale delle attività finanziarie delle famiglie è scesa dal 50% durante la prima metà degli anni '70, al 28% nella seconda metà degli anni '80

⁵ Intesa come poca volatilità nei prezzi assunti

dunque non dovendo rispettare i limiti qualitativi e quantitativi necessari affinché le imprese siano quotate⁶.

Anche le famiglie hanno avuto accesso a nuove forme di credito, erogato dalle società finanziarie, come leasing, factoring e credito al consumo.

Il grado di intermediazione bancaria in un paese è influenzato da diversi fattori, fra cui la ricchezza degli individui, la propensione al risparmio, la preferenza per la liquidità, il livello dei tassi di interesse e il tasso di inflazione⁷. Questi fattori risultano dunque utili ai fini dell'analisi per valutare l'andamento passato e futuro del processo di disintermediazione bancaria. Effettuare uno studio dell'estensione della disintermediazione bancaria, e dunque dell'ampiezza delle transazioni finanziarie che avvengono in circuiti extra-bancari può risultare molto complesso, a causa della scarsità delle informazioni presenti, considerando che gli operatori, non essendo vigilati, non sono esposti ad una normativa in materia di trasparenza così ferrea come quella esistente per il settore bancario⁸. Esistono però due indicatori strutturali che riportano l'andamento storico dello Shadow banking, il primo indicatore è formulato dal Financial Stability Board ed è il Global Shadow Banking Monitoring Report⁹, mentre il secondo è formulato dall'European Systemic Risk Board ed

⁶ Per quanto riguarda i limiti qualitativi, le imprese devono essere regolarmente costituite e registrate, devono rispettare le norme e le regolamentazioni del mercato in cui intendono operare, devono avere una particolare struttura organizzativa in grado di garantire la trasparenza e la stabilità. I più importanti sono però i limiti quantitativi, infatti le imprese devono avere una dimensione adeguata ad accedere al mercato dei capitali, in termini di utile, fatturato e patrimonio netto, devono avere una sufficiente liquidità finanziaria per far fronte alle esigenze del mercato dei capitali e un rating di credito adeguato. Per questi limiti che vengono imposti, l'accesso al mercato dei capitali è stato a lungo ostacolato alle piccole e medie imprese, che si sono dovute affidare al finanziamento bancario, comportando maggiori costi e limitatezza delle risorse finanziarie, limitando di fatto in Italia la costituzione di nuove imprese innovative.

⁷ La ricchezza degli individui influenza l'intermediazione bancaria poiché, quando i soggetti detengono più denaro e beni, tendono a depositare più fondi presso le banche. Questo permette alle banche di offrire più prestiti ai mutuatari, aumentando l'intermediazione bancaria. La propensione al risparmio è un altro fattore importante poiché se le persone tendono a risparmiare di più, le banche avranno maggiori fondi a disposizione per erogare prestiti.

La preferenza per la liquidità riguarda la propensione delle persone a detenere denaro contante o attività facilmente convertibili in denaro, piuttosto che depositarle nelle banche. Il livello dei tassi di interesse influisce sull'intermediazione bancaria in quanto i tassi più alti rendono i prestiti più costosi per i mutuatari e più remunerativi per i risparmiatori. Quando i tassi di interesse sono alti, i soggetti potrebbero essere scoraggiati dal prendere in prestito e più propense a risparmiare, riducendo l'intermediazione bancaria. Infine, il tasso di inflazione ha un impatto sull'intermediazione bancaria poiché un'elevata inflazione può erodere il valore dei risparmi e rendere meno attraente il deposito di fondi nelle banche. Inoltre, l'inflazione può influenzare il costo dei prestiti e la percezione del rischio da parte delle banche, influenzando così la disponibilità di credito e l'intermediazione bancaria.

⁸ Lane, P. (Ottobre 2018). *"Trends and cycles in financial intermediation"*. Bank for International Settlements Review. <https://www.bis.org/>

⁹ <https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/>

è l'EU Shadow Banking Monitor, che successivamente si è trasformato in Non Bank Financial Intermediation Monitor.¹⁰

1.1.1 VANTAGGI E SVANTAGGI DELLA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA

Il fenomeno della disintermediazione bancaria è caratterizzato dalla presenza di vantaggi e svantaggi¹¹ per il buon funzionamento del sistema economico.

La presenza di intermediari finanziari non bancari dà la possibilità di ottenere maggiori opportunità di finanziamento per le imprese che, a causa del loro grado di rischiosità, o a causa della loro ridotta dimensione non possono accedere ai canali di finanziamento bancario¹²; Gli intermediari non bancari in tal caso svolgono un ruolo fondamentale, promuovendone la crescita e lo sviluppo. Sono inoltre soggetti a minori costi di credito e operativi rispetto alle banche grazie all'utilizzo della tecnologia e dei servizi digitali che consentono agli stessi di sfruttare economie di scala e di scopo¹³. La presenza di intermediari non bancari in un'economia, agevola il processo di innovazione finanziaria, poiché gli stessi, essendo caratterizzati da una maggiore flessibilità, possono creare e offrire al pubblico nuovi prodotti e servizi finanziari.

Infine, i rischi in cui incorre il settore bancario durante la sua attività, possono essere mitigati dalla presenza di altri intermediari finanziari, soprattutto durante le fasi di aggiustamento in cui le banche devono ridurre il profilo di rischio del proprio bilancio¹⁴.

¹⁰ https://www.esrb.europa.eu/pub/reports/nbfi_monitor/html/index.en.html

¹¹ Filosa R. (2009). "Rischi e benefici delle innovazioni finanziarie". Enciclopedia Treccani. https://www.treccani.it/enciclopedia/rischi-e-benefici-delle-innovazioni-finanziarie_%28XXI-Secolo%29/

¹² In questo contesto, il canale di credito extra bancario offerto dagli intermediari finanziari non bancari diventa fondamentale per lo sviluppo delle piccole e medie imprese (PMI), poiché fornisce loro un'alternativa per ottenere finanziamenti necessari per crescere e svilupparsi.

¹³ Per economie di scala si intende la riduzione dei costi medi di produzione a lungo termine per unità di output, mentre per economie di scopo si intende i vantaggi economici che un'impresa ottiene producendo una gamma più ampia di prodotti o servizi utilizzando le stesse risorse e infrastrutture.

¹⁴ Evidente durante la fase di cessione da parte delle banche di crediti deteriorati a fondi di investimento che si occupano della gestione degli stessi.

Dalle evidenze empiriche possiamo notare che l'intermediazione finanziaria non bancaria ha effetti positivi sulla crescita economica quando la stessa consente un'efficiente allocazione di capitale e si presenta come fonte alternativa di finanziamento per le imprese¹⁵.

I rischi per i risparmiatori sono molteplici, poiché, nei circuiti extra-bancari non hanno la stessa protezione che è invece garantita dal sistema bancario tradizionale, dato il minore controllo e la minore regolamentazione sulle attività finanziarie che svolgono attraverso le piattaforme di finanziamento e investimento alternativo. Ad oggi, possiamo notare infatti che, la politica macroprudenziale adottata per il settore bancario è caratterizzata da limitazioni molto più stringenti rispetto al settore non bancario.

La disintermediazione bancaria, può inoltre provocare anche un potenziale impatto negativo sulla stabilità finanziaria, poiché le banche devono sottostare a dei requisiti prudenziali che vengono imposti da organismi internazionali, come il comitato di Basilea. Un eccessivo sviluppo dei circuiti extra-bancari potrebbe comportare che le istituzioni ivi operanti, possano effettuare delle pratiche eccessivamente rischiose che porterebbero a grandi perdite e instabilità¹⁶.

La maggiore disciplina a cui le banche sono sottoposte può però anche essere considerata come un elemento a favore della disintermediazione bancaria poiché, se le banche sono sottoposte a una maggiore regolamentazione e restrizioni, possono essere meno flessibili rispetto ad altri intermediari finanziari, come le società di gestione del risparmio o i fondi di investimento.

La regolamentazione bancaria spesso implica dei requisiti di conformità più stringenti, spingendo le banche a concentrarsi su attività a basso rischio e bassa redditività. Questo potrebbe contribuire a rendere meno attraenti i prodotti bancari tradizionali per i clienti, che potrebbero preferire il finanziamento o l'investimento mediante circuiti extra-bancari, offrendo rendimenti più elevati e

¹⁵ Lane, P. (Ottobre 2018). *"Trends and cycles in financial intermediation"*. Bank for International Settlements Review. <https://www.bis.org/>

¹⁶ I risparmiatori, nel momento in cui investono in strumenti finanziari, sono maggiormente esposti al rischio di comportamenti fraudolenti o rischiosi da parte degli amministratori delle imprese

non devono sottostare ad una così elevata valutazione dei rischi connessi agli investimenti e valutazione prudenziale.¹⁷

Un rischio associato a tale tendenza riguarda i flussi finanziari transfrontalieri¹⁸. Si evince infatti, un crescente grado di complessità nell'analisi dei rischi e dei fattori di stress degli intermediari finanziari non bancari che operano su circuiti internazionali. Tale difficoltà deriva dalla mappatura dei servizi di intermediazione svolti a favore di una serie di finanziatori e investitori in paesi di origine e destinazione differenti, con diverse normative per quanto concerne la pubblicazione dei report delle operazioni concluse. Mentre le banche devono rispettare dei precisi obblighi informativi, non esiste un meccanismo analogo per gli intermediari finanziari non bancari, rendendo così la mappatura molto più complessa.

Secondo l'evidenza empirica¹⁹, le imprese che emettono obbligazioni nell'Eurosistema sono in media grandi imprese, con un maggior leverage²⁰ e sono legate da relazione creditizia con un maggior numero di banche, in particolare, le imprese più grandi, con maggiori attività, capitale e liquidità sono più portate ad emettere obbligazioni.

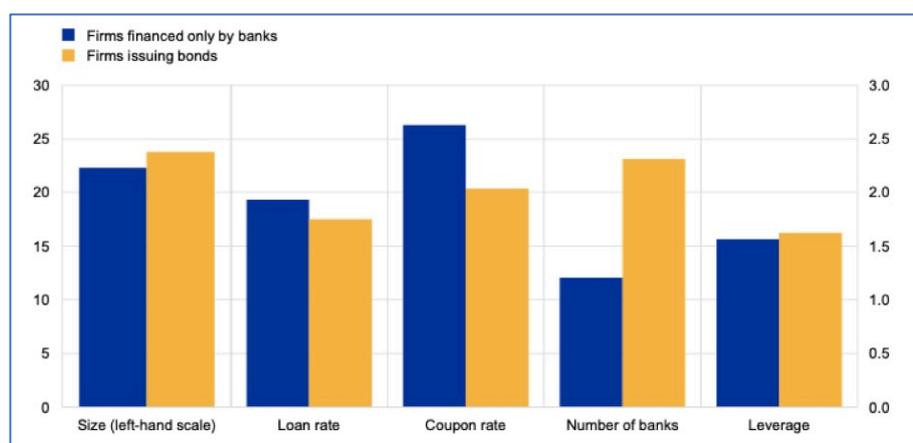


Figura 1: Indicatori per imprese che emettono bond per il proprio finanziamento e imprese che utilizzano solo il finanziamento bancario.

¹⁷ Filosa R. (2009). “Rischi e benefici delle innovazioni finanziarie”. Enciclopedia Treccani.

https://www.treccani.it/enciclopedia/rischi-e-benefici-delle-innovazioni-finanziarie_%28XXI-Secolo%29/

¹⁸ Lane, P. (Ottobre 2018). “Trends and cycles in financial intermediation”. Bank for International Settlements Review. <https://www.bis.org/>

¹⁹ European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). “Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities”. Occasional paper No.270

²⁰ Il leverage misura l'effetto leva o amplificazione del rischio che si ottiene grazie all'uso di fondi in prestito.

Fonte: European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). “Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities”. Occasional paper No.270.

Descrizione: Dall'immagine possiamo notare come le imprese non finanziarie che sono finanziate solamente attraverso il canale bancario sono mediamente più piccole rispetto a quelle che emettono titoli di debito per il loro finanziamento. Il tasso di interesse sul prestito e il coupon rate risultano superiori per le imprese che si finanziano solo attraverso il canale bancario.

Inoltre, le imprese che si finanziano mediante l'emissione di bond hanno dei rapporti di prestito con un maggior numero di banche.

Tutto questo è dovuto all'aumento degli intermediari finanziari non bancari e al costo inferiore del finanziamento attraverso il mercato dei capitali. È stata evidenziata una maggiore tendenza per le imprese di grandi dimensioni a sostituire il credito bancario con quello sul mercato dei capitali nelle fasi di recessione, quando si ha una contrazione di credito da parte delle banche. Questo aspetto sottolinea la visione, da parte delle imprese, del mercato del debito come canale sostitutivo al credito bancario.

Tuttavia, il finanziamento mediante mercato dei capitali potrebbe essere meno dannoso per l'economia rispetto al finanziamento bancario, la recente evidenza²¹, in seguito alla crisi pandemica, ha sottolineato come il passaggio, da parte delle imprese, dal credito bancario, al credito basato sul mercato dei capitali, avviene solitamente dopo dei fenomeni di crisi.²² Questo studio ha inoltre dimostrato che le economie con una maggiore quota di obbligazioni normalmente si riprendono più facilmente, tuttavia, l'aumento del finanziamento mediante il mercato dei capitali è associato ad un aumento del leverage, sollevando molte preoccupazioni per il problema del debt overhang²³.

Dalle evidenze, emerge inoltre che, in caso di crisi, le istituzioni finanziarie non bancarie possono rappresentare un acceleratore del fenomeno, poiché, nel momento in cui si ha una recessione, le stesse potrebbero essere costrette a vendere una grande quantità di assets, diventando così più sensibili a grandi uscite degli investitori. Se tali intermediari avessero, nel sistema economico, la

²¹ European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). “Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities”. Occasional paper No.270

²² Poiché solitamente, dopo tali fenomeni si ha una contrazione dell'offerta di credito da parte delle banche, dunque le famiglie e le imprese, per finanziare la loro attività devono spostarsi su forme di finanziamento alternativo

²³ Situazione in cui un'impresa, a causa del basso costo del finanziamento mediante il mercato dei capitali, ha accumulato un eccessivo livello di debito, l'impresa in questione potrebbe dunque trovarsi in difficoltà a pagare gli interessi e rimborsare il capitale. L'eccesso di indebitamento può anche portare a conseguenze negative sulla crescita economica futura, in quanto le imprese dovrebbero ridurre gli impieghi di capitale per poter rimborsare i debiti a scadenza.

stessa importanza delle banche, questo potrebbe portare ad un'amplificazione degli effetti di una recessione, a causa di una notevole diminuzione dei flussi di finanziamento nei confronti dell'economia reale. Questa situazione si verifica poiché, in un contesto di bassi tassi di interesse, gli intermediari finanziari non bancari tendono a detenere attività con un basso grado di liquidità. Ciò comporta che, nel caso in cui ci siano grandi fuoriuscite da parte degli investitori in una fase recessiva, questi ultimi saranno costretti a vendere asset illiquidi, provocando così un notevole incremento della volatilità dei prezzi di mercato e causando grandi perdite in bilancio. D'altro canto, però ci sono altri intermediari finanziari, come le imprese assicurative e i fondi pensione che possono essere meno vulnerabili agli shock di liquidità²⁴, e potrebbero contribuire alla stabilizzazione del sistema finanziario acquistando le attività che vengono vendute dagli altri intermediari finanziari, come i fondi di investimento.

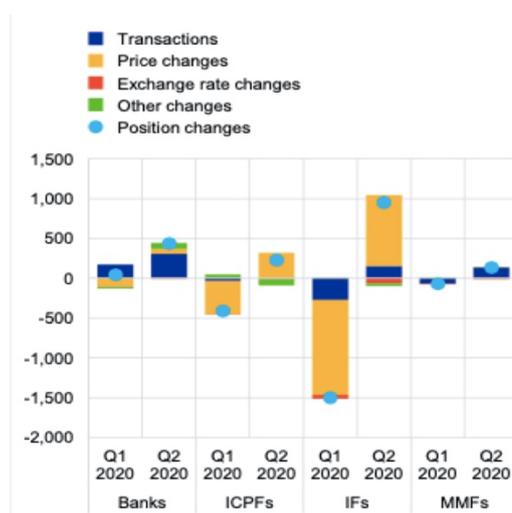


Figura 2: variazione nella detenzione di strumenti finanziari per settore.

Fonte: European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities". Occasional paper No.270

Descrizione: Dal grafico possiamo notare come, a seguito dello shock avvenuto in seguito alla pandemia di COVID-19, le banche hanno lievemente aumentato i loro asset nel secondo semestre del 2020. Anche la posizione degli ICPFs, ovvero i fondi assicurativi e pensionistici è rimasta perlopiù invariata. Il dato importante è il movimento effettuato dagli IFs, ovvero i fondi di investimento, che nel primo semestre, ovvero nel momento stesso in cui si è verificato lo shock, hanno drasticamente ridotto i propri asset.

Si sottolinea dunque la necessità di avere, anche per gli intermediari finanziari non bancari, un corretto quadro macroprudenziale, che riesca a stare al passo con la costante evoluzione di questo

²⁴ European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities". Occasional paper No.270

settore e che soprattutto possa supportare la mitigazione nell'assunzione di rischi sistemici nel ciclo finanziario e contenere l'arbitraggio regolamentare.

Per quanto riguarda le piccole e medie imprese, alcuni studi hanno riportato che l'aumento della concorrenza fra i due tipi di intermediari ha contribuito ad un miglioramento delle condizioni di finanziamento in particolare, per quanto riguarda il tasso di interesse sui prestiti²⁵.

Le piccole e medie imprese potrebbero infatti avere difficoltà nel finanziamento della propria attività, a causa della loro dimensione, della mancanza di una solida base di attività, ed infine, di un rating creditizio sufficientemente elevato. La disintermediazione bancaria può agevolare il processo di globalizzazione e innovazione della finanza tradizionale, in quanto incentiva la nascita e l'evoluzione di imprese innovative.

Gli intermediari finanziari non bancari possono anche offrire una maggiore diversificazione del rischio rispetto alle banche, in quanto detengono un portafoglio più ampio e diversificato, il che potrebbe conferire maggiore stabilità al sistema finanziario²⁶.

Esistono però varie soluzioni al fine di colmare le problematiche emerse e mantenere solo gli aspetti positivi della disintermediazione bancaria, fra questi possiamo evidenziare ad esempio:

l'introduzione di un quadro macroprudenziale per gli intermediari finanziari non bancari che sostenga la mitigazione del rischio sistemico e la capacità di assorbimento degli shock, imponendo agli stessi di detenere una maggiore quantità di asset facilmente liquidabili in situazioni di crisi.

²⁵ Quando ci sono più intermediari che competono per offrire prestiti alle PMI, gli intermediari cercano di rendere i loro prodotti di finanziamento più attraenti per attirare clienti. In questo contesto, la concorrenza può portare a una riduzione dei tassi di interesse sui prestiti, rendendo più conveniente per le PMI accedere al credito. Inoltre, la concorrenza può anche stimolare l'innovazione e l'efficienza nei servizi di finanziamento offerti dagli intermediari, il che può portare a termini e condizioni più favorevoli per le imprese che cercano finanziamenti.

²⁶ La diversificazione del rischio si riferisce alla pratica di investire in una varietà di attività diverse per ridurre l'esposizione a rischi specifici. Un portafoglio diversificato è meno vulnerabile alle fluttuazioni del mercato e agli eventi imprevisti, poiché il rendimento di un'attività può compensare le perdite di un'altra.

Gli intermediari finanziari non bancari possono offrire una diversificazione del rischio maggiore rispetto alle banche perché investono in una vasta gamma di attività finanziarie, tra cui prestiti, titoli, partecipazioni azionarie e altri strumenti finanziari. Questa diversificazione può ridurre la probabilità che gli intermediari finanziari non bancari subiscano perdite significative in caso di problemi in un particolare settore o mercato.

Le autorità potrebbero anche promuovere per le banche una maggiore diversificazione degli investimenti, ad esempio in attività reali come le infrastrutture che potrebbero comportare dei benefici sulla crescita economica a lungo termine.

Infine, allo scopo di ridurre l'arbitraggio regolamentare, si ritiene necessaria una maggiore cooperazione fra le autorità transfrontaliere, emanando un quadro regolamentare simile, per lo meno a livello Europeo, come accade per il settore bancario.

1.1.2 ANALISI DELLA NORMATIVA RIGUARDANTE GLI INTERMEDIARI FINANZIARI NON BANCARI

Gli intermediari finanziari non bancari, ad oggi non risultano però privi di regolamentazione. Al contrario, esistono diverse normative Europee che disciplinano le loro attività e garantiscono il funzionamento sicuro e trasparente del sistema finanziario. Tali normative coprono un'ampia gamma di aspetti, dalle attività di investimento alle operazioni di mercato, e si applicano a diversi tipi di intermediari finanziari non bancari.

La normativa più importante è la Direttiva MiFID II (Markets in Financial Instruments Directive II)²⁷ che disciplina i mercati degli strumenti finanziari e si applica a numerose entità. La MiFID II mira a migliorare la trasparenza, proteggere gli investitori e ridurre i rischi sistemici. Attraverso tale direttiva, gli intermediari finanziari non bancari sono tenuti a rispettare una serie di requisiti in materia di governance, condotta e divulgazione delle informazioni²⁸.

²⁷ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0065>. La direttiva MiFID II è stata recepita in Italia attraverso il Decreto Legislativo 3 agosto 2017, n. 129.

²⁸ Per quanto riguarda la governance, la direttiva stabilisce che gli intermediari devono avere un'organizzazione interna adeguata, processi decisionali chiari e linee di responsabilità ben definite, nonché garantire un efficace controllo dei rischi e adottare politiche e procedure appropriate per prevenire conflitti di interesse.

In merito alla condotta, la MiFID II prevede norme dettagliate per garantire che gli intermediari agiscano nell'interesse dei clienti, offrendo servizi e prodotti adeguati alle loro esigenze e profili di rischio. Ciò include valutare l'adeguatezza dei prodotti e servizi di investimento, fornire informazioni chiare e comprensibili e garantire un trattamento equo nella gestione degli ordini.

Infine, per quanto concerne la divulgazione delle informazioni, la direttiva impone agli intermediari di fornire una serie di informazioni sia ai clienti che alle autorità di regolamentazione, come dettagli sui costi e sui rischi associati ai servizi di investimento, nonché dati sulle transazioni e sulle posizioni detenute. L'obiettivo è garantire la trasparenza del mercato e permettere ai clienti e alle autorità di valutare adeguatamente le attività degli intermediari.

Oltre alla Direttiva MIFID II, gli intermediari finanziari non bancari, vengono inoltre disciplinati dalla Direttiva Europea AIFMD (Alternative Investment Fund Managers Directive)²⁹, che stabilisce un quadro regolamentare per la gestione e la commercializzazione di fondi di investimento alternativi (AIF) all'interno dell'Unione Europea.

Gli intermediari finanziari non bancari che gestiscono fondi di investimento alternativi, come hedge fund, fondi di private equity e fondi immobiliari, sono soggetti a tale direttiva, che impone requisiti in termini di capitali, trasparenza e protezione degli investitori³⁰.

Sono state inoltre emanate in Europa la Direttiva CRD IV (Capital Requirements Directive IV)³¹ e il Regolamento CRR (Capital Requirements Regulation)³². Queste normative si concentrano principalmente sulle banche, ma alcuni requisiti si applicano anche alle imprese di investimento. Queste normative stabiliscono requisiti di capitale, liquidità e gestione del rischio per garantire la stabilità finanziaria e proteggere gli investitori³³.

La normativa statunitense in merito all'intermediazione finanziaria non bancaria, fonda le sue radici sul Dodd-Frank Act³⁴, una legge federale degli Stati Uniti, adottata nel 2010 dopo la crisi

²⁸ Direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, dell' 8 giugno 2011 , sui gestori di fondi di investimento alternativi; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>; La direttiva AIFMD è stata recepita in Italia attraverso il Decreto Legislativo 4 marzo 2014, n. 44.

³⁰ In termini di capitali, la direttiva richiede che gli intermediari mantengano un adeguato livello di risorse finanziarie per assicurare la stabilità e la solvibilità delle loro operazioni. Per quanto riguarda la trasparenza, la direttiva impone agli intermediari di fornire informazioni dettagliate e regolari sulle loro attività, sulle strategie di investimento e sui rischi associati, sia ai clienti che alle autorità di regolamentazione. Infine, in termini di protezione degli investitori, la direttiva introduce misure per garantire che gli intermediari agiscano nell'interesse dei loro clienti, prevenendo conflitti di interesse e garantendo un'adeguata gestione dei rischi.

³¹ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013 , sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>, recepita in Italia con Decreto Legislativo 12 maggio 2015, n. 72

³² Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013 , relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=celex:32013R0575>.

³³ I requisiti di capitale riguardano l'ammontare minimo di capitale che le banche e alcune imprese di investimento devono detenere rispetto ai loro attivi ponderati per il rischio. Questo garantisce che le istituzioni abbiano risorse finanziarie sufficienti per assorbire eventuali perdite e mantenere la loro solvibilità.

I requisiti di liquidità si riferiscono alla capacità delle istituzioni finanziarie di far fronte alle loro obbligazioni a breve termine senza incorrere in difficoltà finanziarie. Le banche e alcune imprese di investimento devono mantenere un livello adeguato di attività liquide di alta qualità per far fronte a periodi di stress finanziario.

Infine, la gestione del rischio riguarda le politiche e le procedure che le istituzioni finanziarie devono adottare per identificare, valutare, monitorare e controllare i rischi a cui sono esposte. Questo include il rischio di credito, il rischio di mercato, il rischio operativo e altri tipi di rischio. Una gestione efficace del rischio contribuisce a mantenere la stabilità finanziaria e a proteggere gli investitori dalle perdite potenziali.

³⁴ PUBLIC LAW 111-203—JULY 21, 2010; <https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

finanziaria globale del 2008, con l'obiettivo di riformare la regolamentazione finanziaria e la supervisione negli Stati Uniti. La legge ha introdotto diverse disposizioni che riguardano la gestione dei rischi e la vigilanza prudenziale degli intermediari finanziari non bancari, fra cui: La creazione del Financial Stability Oversight Council, un organismo incaricato di monitorare i rischi sistemici e di coordinare la supervisione tra le diverse autorità di vigilanza; l'obbligo per le società finanziarie di elaborare piani di risoluzione che descrivano come esse potrebbero essere liquidate in modo ordinato in caso di difficoltà finanziarie e, infine, l'introduzione di nuove norme sulla trasparenza e sulla gestione dei rischi per i mercati finanziari.

Il Dodd-Frank Act ha rafforzato la regolamentazione e la vigilanza prudenziale degli intermediari finanziari negli Stati Uniti, con l'obiettivo di prevenire una futura crisi finanziaria e di proteggere i consumatori e l'economia nel suo complesso.

L'ente regolatore dei mercati finanziari, la Securities and Exchange Commission (SEC), ha il compito di supervisionare le imprese di investimento e i fondi comuni di investimento. La SEC in particolare, si occupa della regolamentazione e del controllo delle imprese che offrono servizi finanziari negli Stati Uniti, garantendo che si conformino alle leggi federali sui titoli e alle regole di mercato.

Per quanto riguarda i fondi di investimento alternativi, come gli hedge fund e i fondi di private equity, la Dodd-Frank Act ha introdotto nuovi requisiti di registrazione e segnalazione per i loro gestori. Questi requisiti sono supervisionati dalla SEC e dalla Commodity Futures Trading Commission (CFTC). La CFTC è un altro importante regolatore negli Stati Uniti che si occupa della regolamentazione dei mercati dei derivati, tra cui i contratti futures, le opzioni e i contratti di swap. Gli intermediari finanziari non bancari che partecipano a questi mercati sono soggetti alle regole e ai requisiti stabiliti dalla CFTC.

Infine, il Consumer Financial Protection Bureau (CFPB) è un'agenzia indipendente creata dalla Dodd-Frank Act, responsabile della protezione dei consumatori nel settore finanziario. Il CFPB supervisiona e regola gli intermediari finanziari non bancari che forniscono servizi finanziari

ai consumatori, come i prestiti al consumo, i servizi di pagamento e le attività di consulenza finanziaria.

1.2 EVOLUZIONE STORICA E ANALISI DI COME LE CRISI HANNO AVUTO UN IMPATTO SUL PROCESSO DI DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA

Molti studiosi hanno ricondotto l'origine della disintermediazione bancaria a cavallo fra gli anni '70 e '80.

Dalla legge bancaria del 1936, fino alla prima metà degli anni '70, l'Italia ha assistito ad un processo di eccessiva intermediazione bancaria, caratterizzata da un notevole aumento della quota di depositi bancari, la maggior parte destinata al finanziamento del settore pubblico.

Questa situazione ha provocato un notevole incremento dei tassi di interesse e una riduzione della crescita economica, culminando così con la crisi petrolifera del 1973. Gli anni '80, sono stati caratterizzati perlopiù da una deregolamentazione del sistema finanziario che ha portato, grazie anche allo sviluppo dell'innovazione finanziaria, alla nascita di nuovi intermediari finanziari non bancari.

Durante questi anni, molti studiosi dell'economia si sono interrogati sul concetto di disintermediazione, sulla sua evoluzione futura e sul suo rapporto con la stabilità macroeconomica. Fra questi, Giuseppe Vaciago³⁵, che ha dedicato la sua ricerca alla comprensione della domanda e dell'offerta di depositi bancari e al ruolo che gli stessi ricoprono nel processo di disintermediazione. La ricerca ha esaminato come i tassi di interesse e l'innovazione tecnologica abbiano influenzato la domanda di moneta e di depositi bancari, dimostrando come la disintermediazione bancaria sia stata determinata dalla crescente domanda dei consumatori di prodotti finanziari alternativi e dall'offerta di tali prodotti da parte di nuovi intermediari finanziari.

³⁵ Vaciago G., Verga G. (Dicembre 2013). "Domanda di moneta e "disintermediazione" delle banche". Moneta e Credito. https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/11266

La ricerca ha anche evidenziato come la disintermediazione bancaria abbia avuto un impatto significativo sulla stabilità macroeconomica, poiché con l'aumento degli investimenti in strumenti finanziari è aumentata notevolmente la volatilità dei prezzi degli asset e la liquidità nel sistema finanziario³⁶.

Nel 1990 è stata introdotta la legge bancaria che ha portato importanti innovazioni nel sistema bancario italiano. La legge, conosciuta anche come "legge Amato", prevedeva la privatizzazione delle banche e la separazione fra banche commerciali e banche d'affari, al fine di limitare la speculazione finanziaria e avere una maggiore protezione nei confronti dei depositanti.

La legge bancaria del 1990 rappresenta un fattore fondamentale, in quanto, oltre ad introdurre il patrimonio di vigilanza, ha anche posto delle limitazioni per quanto riguarda la capacità di assunzione dei rischi e di speculazione sui mercati finanziari. L'obiettivo principale era la protezione dei depositanti, andando così ad aumentare la distinzione fra banche e intermediari finanziari non bancari, dando a quest'ultimi un notevole vantaggio competitivo. Dall'introduzione di tale legge, infatti, gli investimenti svolti da parte delle banche sono stati caratterizzati da un'elevata stabilità e poca rischiosità, tali limitazioni non sono invece imposte agli altri intermediari finanziari non bancari.

Negli Stati Uniti lo sviluppo e la diffusione di intermediari finanziari non bancari, chiamati anche "Shadow Banking" ha avuto inizio molto prima rispetto agli altri paesi. Nel 1933, durante la grande depressione, dovuta alla crisi del 1929, il governo degli Stati Uniti introdusse il New Deal, una serie di riforme volte a rilanciare l'economia e a stabilizzare il sistema finanziario. Tra queste riforme vi era il Glass-Steagall Act del 1933³⁷, che mirava a ridurre i rischi del sistema bancario e prevenire future crisi finanziarie. La legge separava le attività bancarie commerciali, quali l'accettazione di depositi e la concessione di prestiti, dalle attività bancarie di investimento, quali l'emissione o il commercio di titoli. Sebbene il principale obiettivo del Glass-Steagall Act fosse garantire la stabilità

³⁶ Vaciago G., Verga G. (dicembre 2013). "Domanda di moneta e "disintermediazione" delle banche". Moneta e Credito. https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/11266

³⁷ <https://www.warren.senate.gov/files/documents/Fact%20Sheet%20-%2021st%20Century%20Glass-Steagall.pdf>

finanziaria, la legge ebbe anche un impatto sulla disintermediazione bancaria. A causa delle maggiori restrizioni e regolamentazioni imposte alle banche, le imprese e gli investitori cercarono alternative al finanziamento bancario tradizionale. Questo li portò a rivolgersi ad istituzioni finanziarie non bancarie, quali le società finanziarie e le compagnie di assicurazione, o a raccogliere capitali direttamente attraverso l'emissione di azioni e obbligazioni.

Nei primi anni '70, si sono verificati alti tassi di inflazione, per contrastarli e mantenere la stabilità dei prezzi, la Federal Reserve ha attuato una politica monetaria restrittiva, andando ad aumentare i tassi di interesse. In tal caso, come spiegato dalla letteratura accademica,³⁸ all'aumentare dei tassi di interesse, aumenta il tasso di insolvenza e aumentano i mutuatari con progetti aventi un maggior rischio. Di conseguenza, questo porta ad un incremento del razionamento del credito. Questo processo descrive esattamente quello che accadde nei primi anni '70, quando i cittadini statunitensi, a causa del razionamento creditizio da parte del settore bancario, iniziarono a cercare alternative più convenienti per il finanziamento.

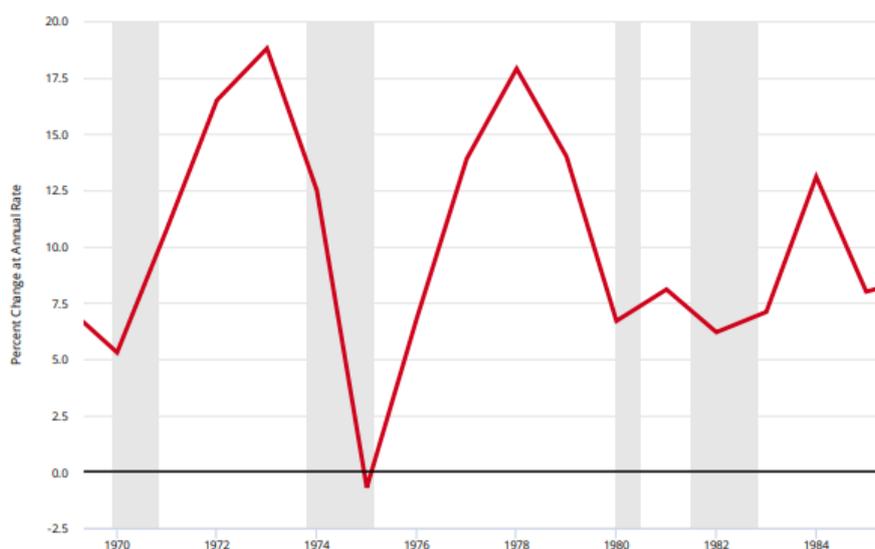


Figura 3: Prestiti bancari totali negli Stati Uniti

Fonte: FRED (Federal Reserve Economic Data). Sito web: <https://fred.stlouisfed.org/>

Descrizione: dal grafico possiamo notare una netta contrazione dei prestiti concessi a famiglie e imprese da parte delle banche commerciali statunitensi, a cavallo fra il 1973 ed il 1975.

³⁸ Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (Giugno 1981). Credit Rationing in Markets with Imperfect Information. The American Economic Review, 71(3), 393-410.

Gli anni '80 e '90 furono caratterizzati dall'innovazione finanziaria e la deregolamentazione del settore finanziario che ha portato alla nascita di nuovi strumenti finanziari e nuovi veicoli di investimento e finanziamento³⁹. In particolare, in questi anni nasce il mercato dei titoli garantiti da ipoteche e fondi comuni di investimento. Questi sviluppi hanno facilitato la disintermediazione bancaria, consentendo alle imprese e agli investitori di accedere ai capitali senza dover passare per i circuiti bancari tradizionali.

La globalizzazione ha ulteriormente favorito il processo di disintermediazione, poiché le imprese statunitensi e di altri paesi potevano accedere con semplicità ai capitali stranieri attraverso i mercati internazionali. Ciò ha portato ad un maggior utilizzo di strumenti finanziari alternativi e all'emergere di nuovi attori nel sistema finanziario, quali hedge fund, private equity e fondi di investimento immobiliare.

Gli anni '90 per gli Stati Uniti sono stati caratterizzati dal boom tecnologico, molte imprese hanno dunque iniziato ad investire in questo settore, e si sono rese conto che era particolarmente appetibile per gli investitori. Tali imprese iniziarono inoltre a raccogliere fondi attraverso il mercato dei capitali con le Initial Public Offerings (IPO)⁴⁰. In questo periodo si diffuse anche notevolmente il mercato delle obbligazioni societarie, offrendo alle imprese un'alternativa al finanziamento bancario tradizionale.

Le crisi finanziarie che si sono susseguite negli ultimi venti anni ci offrono un quadro storico in grado di individuare quali sono state le principali cause che hanno spostato le preferenze delle famiglie e delle imprese verso forme di finanziamento e investimento basate sul mercato dei capitali. In particolare, durante le varie crisi, è venuta pian piano meno la fiducia degli individui nei

³⁹ Allen, F. e Santomero, A. (1998). "The Theory of Financial Intermediation. *Journal of Banking & Finance*", 21(11-12), 1461-1485. <https://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/theory.pdf>

⁴⁰ Ritter, J. (Marzo 1991). "The Long Run Performance of Initial Public Offerings". *The Journal of Finance*, 46: 3-27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>

confronti del sistema bancario tradizionale, che è stato visto come un sistema poco trasparente, con costi elevati e con alta possibilità di essere legato a rischi sistemici⁴¹.

Ciò ha portato un crescente interesse per le alternative al sistema bancario tradizionale. Tale interesse, unito all'innovazione tecnologica e finanziaria, ha portato alla nascita e al rapido sviluppo di piattaforme di crowdfunding, società di investimento, criptovalute e piattaforme di peer-to-peer lending.

È proprio in tale contesto che le famiglie e le imprese hanno cercato di diversificare i loro portafogli, al fine di ridurre la dipendenza e il rischio rispetto al sistema bancario tradizionale, sperimentando dunque nuove forme di investimento e finanziamento.

1.2.1 LA CRISI DEI MUTUI SUB-PRIME

La crisi dei mutui Sub-Prime ha avuto manifestazione reale negli Stati Uniti nel 2006, anche se le sue origini risalgono al 2003⁴², quando le istituzioni finanziarie iniziarono ad erogare mutui immobiliari ad alto rischio, a clienti che, in condizioni normali, sarebbero stati ritenuti troppo rischiosi e dunque impossibilitati a ottenere credito da parte delle banche.

Molti studiosi hanno cercato di comprendere le cause della nascita e dell'evoluzione della crisi, individuando principalmente tre fattori: una politica monetaria accomodante da parte della Federal Reserve (FED), la bolla immobiliare, ed infine, lo sviluppo delle cartolarizzazioni.

La politica monetaria accomodante adottata dalla Federal Reserve, in seguito agli eventi dell'11 settembre e al crollo della bolla delle dot-com⁴³, si è tradotta in bassi tassi di interesse, che a loro

⁴¹ In particolare, le maggiori preoccupazioni derivavano dalla crescente consapevolezza di come, da una crisi di un singolo istituto bancario, o di una singola nazione, a causa dell'interconnessione mondiale fra le banche, si potesse arrivare a fenomeni di crisi sistemica.

⁴² CONSOB. “Crisi finanziaria del 2007-2009”. <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>

⁴³ Per “crollo della bolla delle dot-com” si intende il declino del mercato azionario, in particolare delle azioni delle imprese legate a Internet e alla tecnologia, verificatosi tra il 2000 e il 2002. Durante la seconda metà degli anni '90, si era verificato un boom nel settore della tecnologia e di Internet, con un rapido incremento del valore delle azioni di numerose imprese tecnologiche, spesso prive di profitti o di un modello di business sostenibile. Questo fenomeno aveva creato una "bolla speculativa", in cui gli investitori erano eccessivamente ottimisti riguardo alle prospettive di crescita del settore e continuavano ad acquistare azioni a prezzi sempre più alti.

volta hanno favorito l'espansione del mercato immobiliare. Questo clima di tassi d'interesse bassi ha stimolato la domanda di mutui immobiliari, alimentando la crescita dei prezzi delle abitazioni dalla prima metà del 2000 fino al 2006. In questo contesto, si è venuta a creare una bolla immobiliare⁴⁴, caratterizzata da un incremento insostenibile dei prezzi delle case. La concessione di mutui subprime risultava conveniente per le banche, poiché trattandosi di mutui ipotecari, nel caso in cui i mutuatari fossero stati impossibilitati a pagare le rate del mutuo, avrebbero potuto pignorare l'abitazione e poi rivenderla sul mercato ad un prezzo sempre superiore, grazie alla bolla immobiliare in atto.

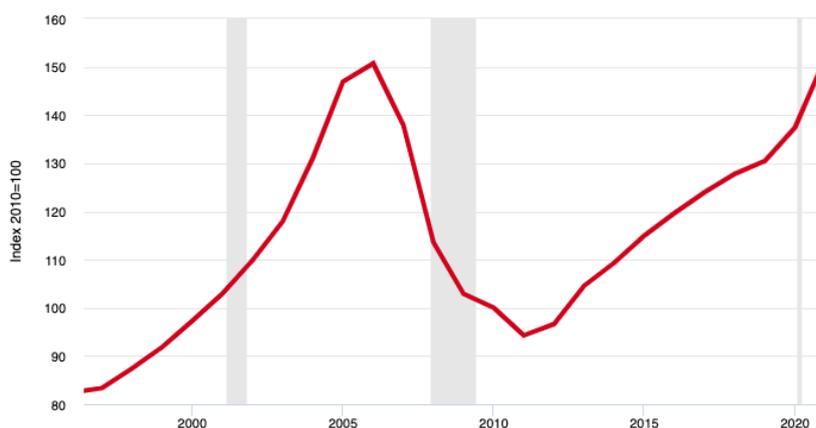


Figura 4: Indice del prezzo delle case negli Stati Uniti

Fonte: FRED (Federal Reserve Economic Data). Sito web: <https://fred.stlouisfed.org/>

Descrizione: possiamo notare come da prima del 2000 i prezzi delle case siano iniziati ad aumentare ad un ritmo sostenuto, fino al 2005, quando, in seguito allo scoppio della bolla i prezzi sono crollati

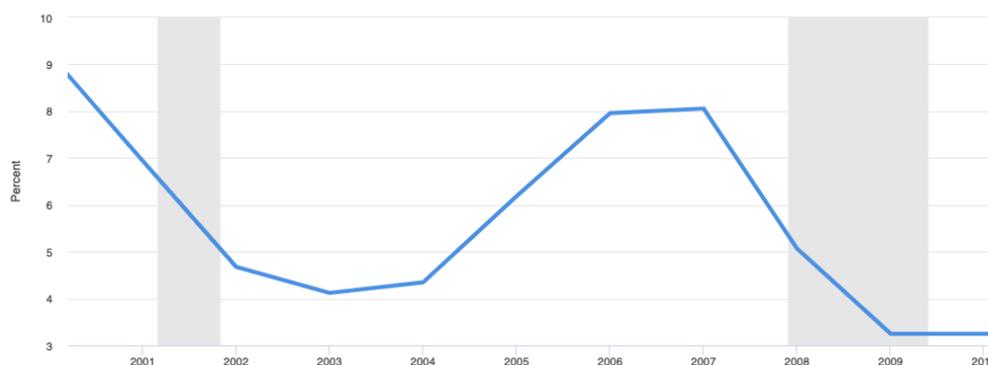


Figura 5: Tasso di interesse di riferimento sui prestiti negli Stati Uniti

Fonte: FRED (Federal Reserve Economic Data). Sito web: <https://fred.stlouisfed.org/>

Tuttavia, alla fine degli anni '90 e all'inizio del 2000, la realtà economica ha iniziato a emergere e molte di queste imprese non sono riuscite a generare profitti o a sopravvivere nel mercato competitivo. Di conseguenza, il valore delle loro azioni ha iniziato a crollare, portando al crollo del mercato azionario e alla fine della bolla delle dot-com. Questo evento ha provocato la perdita di miliardi di dollari di capitalizzazione di mercato e ha avuto ripercussioni significative sull'economia globale

⁴⁴ Per bolla si intende un aumento anomalo e non giustificato dei prezzi delle attività. In questo caso le attività sono rappresentate dal comparto immobiliare.

Descrizione: possiamo notare come il tasso di interesse sui prestiti bancari sia piano piano diminuito, fino al 2002, rimanendo costante fino al 2004, per poi risollevarsi molto rapidamente

La crescita dei mutui sub-prime è stata anche sostenuta dallo sviluppo delle cartolarizzazioni, un meccanismo che permetteva alle banche di trasferire i mutui, e dunque anche il rischio connesso agli stessi, a soggetti terzi, detti società veicolo. Tali società finanziavano l'acquisto dei mutui cartolarizzati emettendo titoli a breve termine, potendo così recuperare, nel momento della concessione del mutuo, parte del credito. Questo meccanismo ha fatto sì che le banche fossero più disposte a concedere prestiti a soggetti con merito creditizio basso, poiché potevano cedere rapidamente il rischio a investitori disposti ad acquistare i titoli cartolarizzati.

Poiché il rischio di insolvenza veniva trasferito agli investitori che acquistavano i titoli cartolarizzati, le banche avevano inoltre meno incentivi ad effettuare una accurata valutazione del merito creditizio dei mutuatari. Questo ha portato ad una diffusione di pratiche imprudenti nella concessione dei mutui e ad un aumento dei tassi di insolvenza.

I mutui erano caratterizzati da tassi di interesse variabili, che inizialmente erano molto bassi, ma poi, quando nel 2004 la FED ha iniziato ad alzare i tassi, diventavano man mano sempre più alti e la maggior parte dei contraenti non era più in grado di remunerare il prestito⁴⁵.

La domanda di mutui si è dunque ridotta e moltissimi creditori sono divenuti insolventi; le istituzioni finanziarie coinvolte hanno registrato ingenti perdite. Ciò ha portato una significativa contrazione della disponibilità delle banche a concedere credito agli altri istituti finanziari, alle famiglie e alle imprese generando così un forte aumento dei tassi nel mercato interbancario⁴⁶ e diffondendo la crisi dal sistema finanziario statunitense alle economie Europee.

⁴⁵ Prima del 2004 i tassi di interesse iniziali sui mutui subprime si aggiravano intorno al 3-4%. Quando la FED ha iniziato ad alzare i tassi nel 2004, questi tassi di interesse variabili sono aumentati nel tempo, raggiungendo il 7-9% o anche oltre, a seconda del mutuo e delle condizioni di mercato.

⁴⁶ Durante la crisi finanziaria, la crescente preoccupazione per la solvibilità delle banche e la paura di un default di alcuni istituti finanziari ha portato una maggiore sfiducia tra le banche nel prestarsi denaro fra di loro. Di conseguenza, la disponibilità di liquidità nel mercato interbancario si è ridotta e la domanda di fondi è aumentata, determinando un aumento dei tassi di interesse interbancari.

La crisi si è dunque diffusa rapidamente nell'Eurozona, poiché le banche avevano investito in titoli granatiti da mutui sub-prime americani, il che le ha esposte a perdite significative quando il mercato immobiliare statunitense è crollato.

In Italia, i prestiti bancari hanno iniziato a subire una forte contrazione sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta.

Dal lato della domanda, dovuto alle tensioni finanziarie a causa del calo dei flussi di reddito, poiché durante la crisi le imprese avevano messo in atto una forte contrazione delle vendite causata da estremi ritardi di pagamento da parte dei clienti⁴⁷; mentre le famiglie, vedendosi diminuire la propria quota di reddito, preferivano il risparmio piuttosto che i consumi e l'investimento.

Dal lato dell'offerta, questa è stata drasticamente limitata dall'aumento del rischio di credito e dell'avversione al rischio delle banche durante la fase iniziale della crisi. Tuttavia, l'Italia, caratterizzata da un modello di intermediazione tradizionale, e una vigilanza bancaria più prudente è risultata meno esposta rispetto agli altri paesi Europei alle tensioni sui mercati. Le banche hanno comunque subito ingenti perdite a causa delle interconnessioni con le banche statunitensi, che hanno portato a gravi svalutazioni sui valori di borsa e su altri titoli detenuti nei loro portafogli ma la loro esposizione diretta agli asset tossici e ai prestiti Sub-Prime è stata trascurabile⁴⁸. In Italia, la crescita dei prestiti alle famiglie si è ridotta gradualmente fino alla prima metà del 2009 a causa dei mutui per l'acquisto delle abitazioni. I prestiti alle imprese sono invece rimasti stabili fino alla prima metà del 2008 e hanno iniziato a rallentare rapidamente nei mesi successivi.

⁴⁷ Bonaccorsi di Patti E. e Sette E. (Gennaio 2012) “*Bank balance sheets and the transmission of financial shocks to borrowers: evidence from the 2007-2008 crisis*”. Banca d'Italia, Working Paper No.848 <https://www.bancaditalia.it/>

⁴⁸ Le banche italiane, grazie al modello di vigilanza prudenziale adottato da parte dell'eurozona, non avevano nei loro portafogli ingenti quantità di mutui sub-prime e dunque non hanno risentito delle perturbazioni sui mercati immobiliari. L'Italia, dunque, è stata intaccata dalla crisi perlopiù attraverso il mercato interbancario.

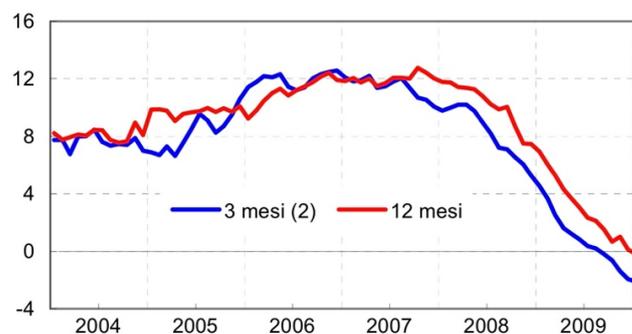


Figura 6: Prestiti bancari al settore privato non finanziario.

Fonte: Panetta F. e Signoretti F. M. (Aprile 2010). "Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria". Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, No.63. <https://www.bancaditalia.it/>

Descrizione: il grafico mostra l'andamento dei prestiti bancari al settore privato non finanziario, dunque famiglie e imprese non finanziarie. Possiamo notare come lo stesso fra il 2007 e il 2008 abbia subito una rapida contrazione.

In particolare, le rilevazioni della Banca d'Italia⁴⁹ presso le imprese hanno mostrato che, la percentuale di imprese che ha riscontrato un peggioramento nell'accesso al credito ha toccato il valore massimo nel 2009, all'inizio della crisi (43%), ma successivamente si è ridotto fino a raggiungere il 20% all'inizio del 2010.

Durante la crisi, una quota rilevante di imprese ha evidenziato problemi nel raggiungere il livello di indebitamento desiderato a causa delle richieste di rimborso anticipato da parte delle banche o all'aumento della difficoltà nel reperire nuovi finanziamenti; La quota di aziende che hanno chiesto nuovi finanziamenti bancari senza riuscire ad ottenerli è cresciuta esponenzialmente fra il 2007 e il 2008 raggiungendo l'8,1%⁵⁰.

⁴⁹ Albareto G. e Finaldi Russo P. (Luglio 2012). "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi", *Questioni di economia e finanza* – Banca d'Italia, 127. <https://www.bancaditalia.it/>

⁵⁰ Albareto G. e Finaldi Russo P. (Luglio 2012). "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi", *Questioni di economia e finanza* – Banca d'Italia, 127. <https://www.bancaditalia.it/>

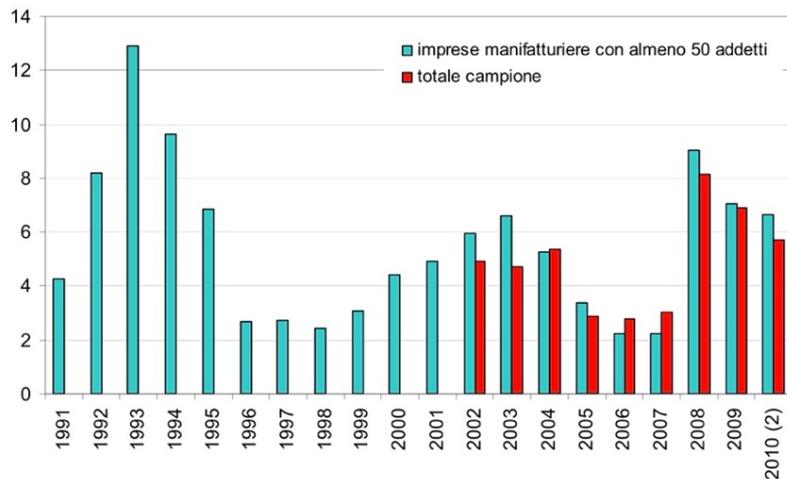


Figura 7: Quota di imprese che hanno chiesto e non ottenuto credito

Fonte: Albareto G. e Finaldi Russo P. (Luglio 2012). "Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi", *Questioni di economia e finanza – Banca d'Italia*, 127. <https://www.bancaditalia.it/>

Descrizione: possiamo notare come si ha un notevole incremento delle imprese che non sono riuscite ad ottenere il credito richiesto, in seguito alla manifestazione degli effetti della crisi nel 2007

La crisi finanziaria del 2007-2008 ha avuto un impatto significativo sul settore bancario degli Stati Uniti. Infatti, molte istituzioni finanziarie si sono trovate in difficoltà a causa delle perdite legate agli asset tossici, che hanno causato un effetto a cascata sulla disponibilità di credito alle imprese e ai consumatori. In questo modo, la stretta creditizia ha contribuito ad aumentare gli effetti della recessione economica.

1.2.2 LA CRISI DEI DEBITI SOVRANI

In Europa, la maggior parte dei Governi, in seguito allo scoppio della bolla immobiliare, è accorsa per il salvataggio delle banche che hanno avuto gravi difficoltà a causa del progressivo deterioramento del proprio bilancio. Tali salvataggi, nonostante abbiano giocato un ruolo fondamentale per la ripresa dell'economia, hanno portato importanti squilibri⁵¹.

In particolare, il salvataggio delle banche ha influenzato notevolmente la finanza pubblica dei Paesi più vulnerabili dell'eurozona, quali Italia, Grecia, Spagna, Irlanda e Portogallo. Questi Paesi avevano accumulato una grande quota di debito pubblico, dovuta all'indebitamento accumulato

⁵¹ CONSOB. "Crisi dei debiti sovrani". <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>

negli anni, all'incremento del deficit, ai bassi tassi di crescita del PIL e agli oneri delle operazioni di salvataggio delle banche in crisi.

Al dissesto dei conti pubblici della Grecia, avvenuto nel 2009, è seguito il dissesto di Irlanda e Portogallo, per i quali è intervenuto per il salvataggio il Fondo Monetario Internazionale e l'Unione Europea⁵². Tali tensioni hanno però causato un impatto immediato sui mercati finanziari globali, portando un crollo del valore dei titoli bancari. Le agenzie di rating hanno abbassato il merito creditizio di molti paesi Europei, amplificando così le turbolenze dei mercati finanziari.

La crisi, in pochissimo tempo, si è diffusa all'economia reale, poiché le banche hanno iniziato a concedere prestiti solo sotto il rispetto di criteri di concessione molto rigidi, con tassi di interesse molto elevati, che hanno portato un'ulteriore contrazione degli investimenti e delle spese da parte delle famiglie, aggravando ancora di più la contrazione del PIL.

La crisi, nel 2011, ha iniziato a manifestare i propri effetti anche in Italia e in Spagna, provocando un incremento dello spread fra i titoli di stato italiani e i titoli tedeschi di 400 punti base⁵³. Questo fenomeno è stato causato da una riduzione, svolta da parte delle agenzie di rating, del merito creditizio di tali paesi, facendoli apparire più rischiosi e facendo in modo che gli investitori preferissero i Bund tedeschi ai titoli di stato italiani.

L'incertezza dovuta alla crisi dei debiti sovrani, ha portato così ad una maggiore cautela per le decisioni di spesa da parte di famiglie e imprese. A tal proposito, è stato svolto uno studio da parte dell'Istat, per analizzare le dinamiche fiduciarie delle famiglie e delle imprese nei confronti del sistema bancario tradizionale.

⁵² Possiamo distinguere due fasi per tale processo; nella prima fase abbiamo il dissesto della Grecia, Portogallo e Irlanda che si risollevano grazie ad un primo intervento da parte dell'Europa e internazionale, a questo punto lo spread fra i titoli di stato italiani e quelli tedeschi era costante, pari a 150 pb. Poi abbiamo una seconda fase, dopo l'annuncio da parte del fondo monetario internazionale effettuare un secondo piano di assistenza verso la Grecia, viene dunque alimentato un clima di incertezza sui mercati Europei che porta ad un rapidissimo incremento dello spread, che arriva a toccare 550 pb.

⁵³ Busetti F. Cova P. (Settembre 2013). "*L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano*". Banca d'Italia-Questioni di Economia e Finanza. No.201/2013

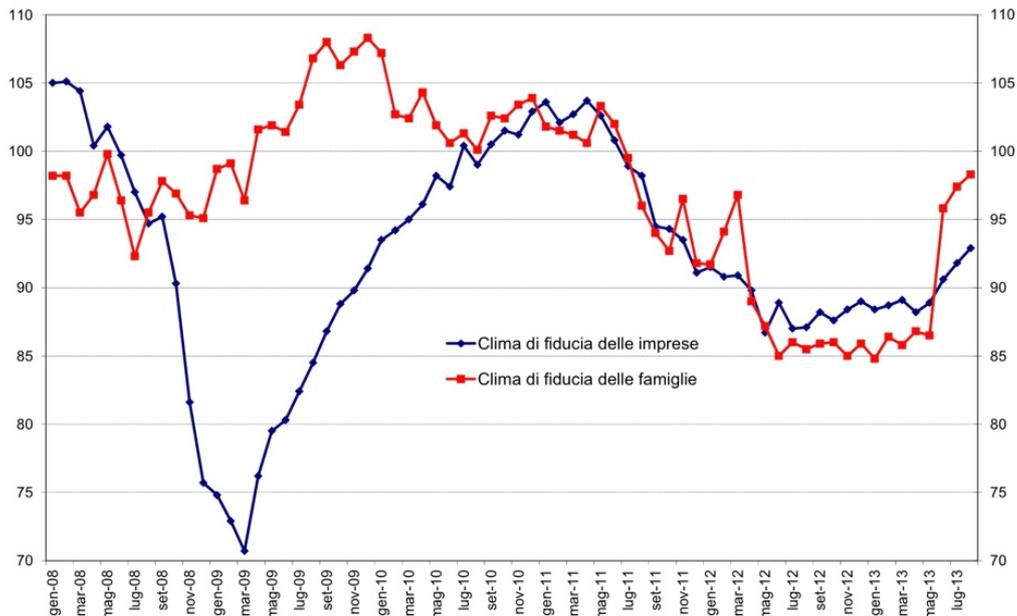


Figura 8: dinamica fiduciaria delle famiglie e delle imprese in Italia

Fonte: Buseti F. Cova P. (Settembre 2013). "L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano". Banca d'Italia-Questioni di Economia e Finanza. No.201/2013- ISTAT

Descrizione: possiamo notare che la diminuzione di fiducia da parte delle imprese nei confronti del sistema bancario è stata registrata nel 2009, immediatamente dopo la crisi finanziaria. Al contrario, la riduzione di fiducia nel settore bancario da parte delle famiglie è stata registrata durante la crisi dei debiti sovrani

Il grafico mostra la dinamica della fiducia di famiglie e imprese durante le crisi che hanno scosso l'economia mondiale.

Tale dinamica differisce fra le due controparti, infatti, la fiducia delle imprese nei confronti del sistema bancario è diminuita drasticamente ad ottobre 2008, durante le crisi dei mutui sub-prime, quando le banche hanno ridotto l'offerta di credito, principale fonte di finanziamento per le stesse. Le imprese sono state dunque le prime a manifestare gli effetti della crisi sulla fiducia poiché hanno, dalla prima fase della crisi, subito un forte impatto negativo sulle attività, sul finanziamento e sulla domanda di beni e servizi da loro prodotti.

Le famiglie, hanno invece avvertito lo shock con molto ritardo rispetto alle imprese, infatti, come si può notare dal grafico precedente, gli effetti sulla fiducia delle famiglie si sono manifestati solo all'inizio del 2012, quando è aumentata l'incertezza dovuta ai default degli stati sovrani e gli effetti di tale crisi si sono iniziati a manifestare sull'economia reale.

1.2.3 L'IMPATTO DELLA CRISI SULLA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA

Le crisi dei mutui Sub-Prime e dei debiti sovrani hanno avuto un impatto significativo sul processo di disintermediazione bancaria.

La crisi dei mutui Sub-prime ha avuto un impatto sulla fiducia del pubblico nei confronti del sistema bancario. La diffusione di prestiti immobiliari ad alto rischio ha causato l'aumento dei tassi di default e delle perdite per le istituzioni bancarie, che hanno dovuto affrontare, una vera e propria corsa agli sportelli che ha procurato una notevole diminuzione della quota di depositi bancari.

I depositanti hanno iniziato ad investire i loro fondi in prodotti finanziari alternativi, come fondi di investimento, obbligazioni e azioni, con l'intento di diversificare il proprio portafoglio e ridurre il rischio di perdita dei propri risparmi, dopo che la crisi ha evidenziato le debolezze del settore bancario tradizionale, scegliendo di investire in strumenti finanziari che offrivano maggiori garanzie.

Nell'ottica delle banche, una diminuzione dei depositi ha fatto sì che le stesse avessero meno risorse per concedere prestiti alle imprese e consumatori. Questo ha portato un drastico rallentamento dell'economia poiché imprese e famiglie hanno avuto difficoltà ad ottenere il credito di cui avevano bisogno per poter investire e consumare.

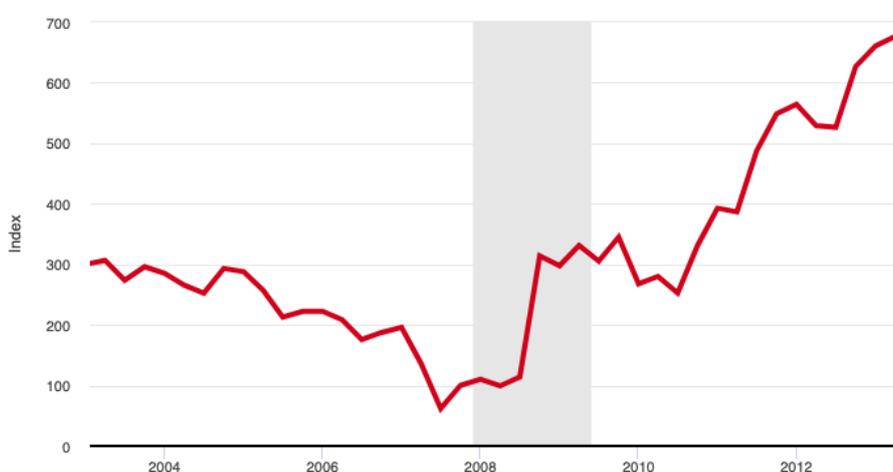


Figura 9: Quota di depositi delle famiglie presso le banche commerciali
Fonte: FRED (Federal Reserve Economic Data). Sito web: <https://fred.stlouisfed.org/>

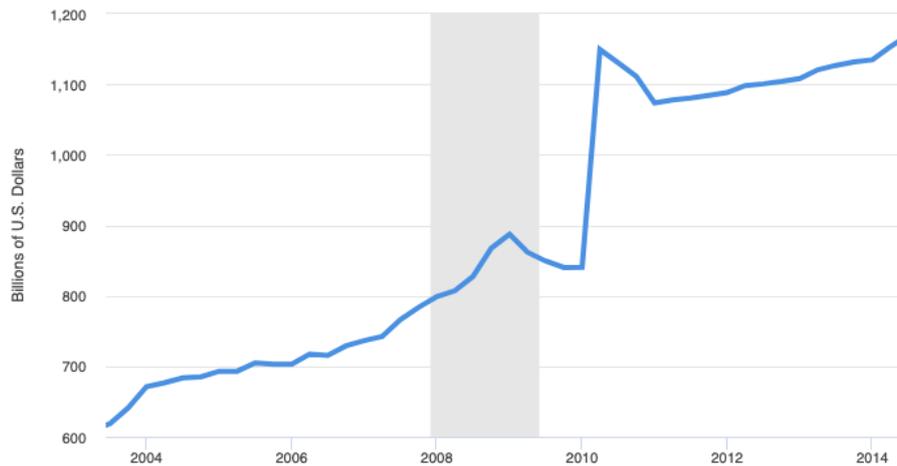


Figura 10: Prestiti ai consumatori da parte delle banche commerciali.
 Fonte: FRED (Federal Reserve Economic Data). Sito web: <https://fred.stlouisfed.org/>

Dopo la crisi dei mutui Sub-Prime, sia le banche statunitensi che quelle europee sono state sottoposte a riforme normative molto più stringenti per quanto riguarda la concessione di prestiti a famiglie e imprese. Queste riforme avevano l'obiettivo di assicurare che le banche mantenessero un adeguato livello di capitale e di liquidità, in modo da prevenire il ripetersi di una crisi simile in futuro, hanno però anche contribuito ad incrementare il divario fra le banche e gli intermediari finanziari non bancari, sottoposti ancora ad una regolamentazione macroprudenziale meno stringente.

La risposta degli Stati Uniti alla crisi finanziaria è stata l'introduzione del Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act nel 2010, che mirava a rafforzare la supervisione e la regolamentazione delle istituzioni finanziarie.

Una delle principali misure adottate dal Dodd-Frank Act è stata l'introduzione di requisiti di capitale più rigorosi per le banche⁵⁴, con l'obiettivo di garantire la stabilità finanziaria e ridurre il rischio di

⁵⁴ Per soddisfare i requisiti di capitale più elevati, le banche hanno dovuto aumentare il proprio capitale attraverso aumenti di capitale, cessioni di attività e riduzioni dei dividendi. In particolare, per quanto riguarda gli aumenti di capitale, le banche hanno dovuto emettere nuove azioni o obbligazioni convertibili in azioni al fine di raccogliere fondi. Questo può avvenire attraverso una offerta pubblica o una sottoscrizione privata, in cui gli azionisti esistenti hanno la possibilità di sottoscrivere nuove azioni proporzionalmente alla loro quota di partecipazione. La cessione di attività può essere effettuata attraverso la vendita di una parte o di tutta la propria attività a un'altra banca o a un'azienda interessata. Questa operazione può anche includere la cessione di prestiti o altre attività finanziarie, come titoli e derivati.

fallimento delle istituzioni bancarie. Aumentando il capitale richiesto, le banche sono state incoraggiate a gestire i rischi in modo più prudente e a essere più resilienti in caso di shock finanziari. Il Dodd-Frank Act ha inoltre introdotto nuove regole riguardanti la liquidità delle attività bancarie, al fine di garantire che le banche dispongano di risorse sufficienti per far fronte alle richieste di prelievo dei depositanti e agli impegni di pagamento in periodi di stress finanziario. Queste misure hanno contribuito a rafforzare la resilienza del settore bancario e a proteggere gli investitori e i consumatori.

Nell'Eurozona, in seguito alla crisi finanziaria del 2007-2008, è stato introdotto l'accordo Basilea III, al fine di rafforzare la stabilità e la sicurezza del settore bancario⁵⁵. Tale accordo, sviluppato dal Comitato di Basilea per la supervisione bancaria, stabiliva gli standard europei per la regolamentazione del settore bancario e aveva l'obiettivo di prevenire futuri disastri finanziari e garantire la stabilità finanziaria del sistema bancario nel suo complesso.

L'accordo di Basilea III comporta un aumento significativo dei requisiti di capitale per le banche, al fine di garantire che esse abbiano sufficienti risorse da utilizzare in caso di perdite finanziarie. Tale aumento dei requisiti di capitale è stato introdotto al fine di garantire che le banche abbiano una maggiore capacità di resistere a eventuali shock finanziari futuri e di mantenere la stabilità finanziaria del sistema bancario nel suo complesso. Basilea III stabilisce regole più rigorose per quanto riguarda le attività bancarie, come, ad esempio, la necessità di mantenere una maggiore quantità di attività a basso rischio per garantire la stabilità e la liquidità delle banche. Queste regole sono state introdotte al fine di garantire che le banche non investano eccessivamente in attività a rischio elevato, dato che ciò potrebbe causare perdite finanziarie significative in caso di cambiamenti improvvisi delle condizioni di mercato.

Per quanto riguarda la riduzione dei dividendi, le banche possono decidere di distribuire meno utili agli azionisti al fine di aumentare la loro capacità di conservare il capitale e gestire i rischi. Questa decisione può essere presa per motivi prudenziali o per soddisfare i requisiti normativi in materia di capitale.

⁵⁵ Banca d'Italia. (Febbraio 2012). "*L'attuazione in Europa delle regole di Basilea 3*". Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia Stefano Mieli. Commissione 6° della Camera dei deputati. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2012/Mieli_audizione_230212.pdf

Infine, Basilea III prevedeva la necessità di effettuare stress test periodici per verificare la capacità delle banche di far fronte a situazioni di mercato difficili e di mantenere la stabilità finanziaria.

Per soddisfare questi nuovi requisiti, molte banche hanno dovuto adottare politiche di maggiore prudenza nell'approvazione dei prestiti, e questo ha comportato una riduzione della quantità di prestiti concessi. Tale processo di riforma e di adeguamento ai nuovi requisiti normativi ha comportato dunque una contrazione del credito alle imprese e alle famiglie, poiché molte banche hanno dovuto limitare l'esposizione al rischio di credito.

Questo ha portato le banche Europee ad effettuare una forte restrizione del credito, dovuto non solo alla regolamentazione più stringente, ma anche alla mancanza di credibilità che le stesse avevano nel mercato interbancario poiché, non possedevano un rating creditizio sufficientemente elevato.

Ciò ha portato ad una diminuzione della fiducia del pubblico, come analizzato dal rapporto dell'Istat, nel sistema bancario Europeo, con il conseguente aumento della disintermediazione bancaria. Gli investitori hanno dunque cercato di proteggere i propri depositi risparmiandoli attraverso canali alternativi. Inoltre, molti investitori hanno iniziato a cercare di diversificare il proprio portafoglio di investimenti in valute diverse dall'euro, in modo da ridurre le perdite derivanti dalla crisi dello stesso.

Durante la crisi dei debiti sovrani in Europa, molti Governi si sono trovati in difficoltà a ripagare i propri debiti. La crisi ha messo in evidenza l'eccessiva esposizione delle banche ai debiti sovrani, creando dubbi sulla solvibilità delle stesse e portando una crisi di fiducia. Le imprese e le famiglie hanno dunque preferito cercare fonti di finanziamento alternative, e, come mostrato dal grafico seguente, questo ha portato un rapido incremento delle attività nei portafogli dei fondi di investimento in Italia.

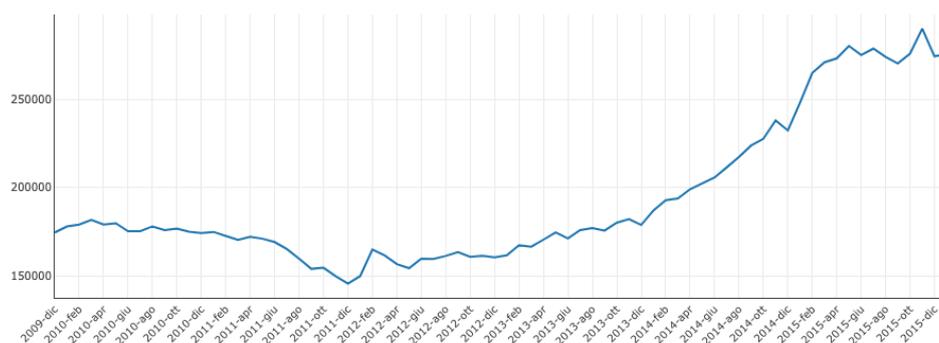


Figura 11: Totale attività dei fondi di investimento in Italia
 Fonte: Banca d'Italia. Disponibile su <https://www.bancaditalia.it/>

1.2.4 EVIDENZE EMPIRICHE

L'importanza delle banche come fonte di finanziamento delle famiglie e delle imprese si è iniziata a ridurre nell'area Euro a partire dal 2009. Alla fine del 2009, le banche rappresentavano il 52% delle attività finanziarie totali di tutti gli intermediari finanziari. Nel primo trimestre del 2020 tale percentuale è scesa al 37%.

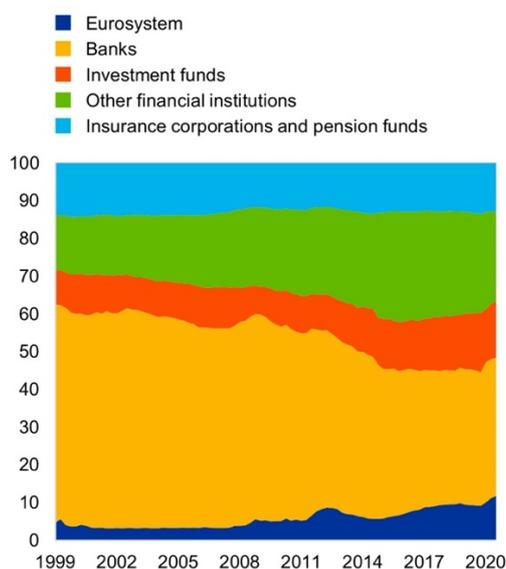


Figura 12: Attività finanziarie detenute da intermediari finanziari
 Fonte: European Central Bank (ECB). Dicembre 2021. "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities". Occasional paper No.270

Parallelamente al declino delle banche, le istituzioni finanziarie non bancarie hanno aumentato notevolmente la loro quota di attività finanziarie, sostituendo in parte la capacità di intermediazione finanziaria persa dalle banche. I fondi di investimento hanno registrato un aumento del 5,9% della

loro quota rispetto alla fine del 2009, mentre gli organismi di investimento collettivo hanno guadagnato il 2,1%⁵⁶.

Gli intermediari finanziari non bancari, oltre a godere dell'effetto "sostituibilità" rispetto all'attività bancaria, hanno anche beneficiato dell'aumento dei prezzi delle attività, poiché i loro portafogli includevano una maggior numero di titoli negoziabili rispetto ai portafogli bancari. A partire dal 2009, le istituzioni finanziarie non bancarie hanno incrementato anche l'offerta di finanziamenti diretti alle imprese nell'area euro rispetto alle banche.

Due fattori principali hanno contribuito al calo del costo dei titoli di debito: Il contesto di bassi tassi di interesse e gli acquisti nel contesto del Corporate Sector Purchase Programme⁵⁷ e del Public Sector Purchase Programme⁵⁸ da parte della Banca Centrale Europea, che hanno ridotto i tassi di interesse sui titoli di debito delle imprese e sui titoli di stato. Pertanto, il costo del finanziamento mediante titoli di debito è diminuito rispetto a quello dei prestiti bancari, rendendo i titoli di debito relativamente più attraenti e aumentando la loro importanza nella struttura del capitale.

⁵⁶ European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). *"Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities"*. Occasional paper No.270

⁵⁷ Programma di acquisto di titoli di debito delle imprese non finanziarie stabilite nella zona euro da parte della BCE, lanciato nel 2016. Fa parte di un più ampio programma di acquisto di attività svolto da parte della BCE, ovvero il programma di "Asset Purchase Programme", con cui la Banca centrale vuole aumentare la liquidità nell'eurosistema, ridurre l'inflazione e mantenere stabili i prezzi.

⁵⁸ Programma di acquisto di titoli di debito emessi da governi, agenzie pubbliche e istituzioni internazionali situate nell'area euro, da parte della BCE, lanciato nel 2015. Fa parte di un più ampio programma di acquisto di attività svolto da parte della BCE, ovvero il programma di "Asset Purchase Programme", con cui la Banca centrale vuole aumentare la liquidità nell'eurosistema, ridurre l'inflazione e mantenere stabili i prezzi.

APPENDICE

A.1 IL RUOLO DEL FINTECH NEL PROCESSO DI DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA

Nel corso degli ultimi anni, il settore del Fintech, ovvero il risultante della combinazione fra finanza e tecnologia, ha rivoluzionato l'intera industria finanziaria, trasformando i mercati, gli operatori, e gli strumenti finanziari trattati dagli intermediari. Il termine Fintech fa riferimento alla serie di tecnologie e servizi innovativi che mirano a migliorare, semplificare e rendere più trasparente l'erogazione di servizi finanziari tradizionali⁵⁹.

La tecnologia costituisce un elemento fondamentale per consentire lo sviluppo delle innovazioni in ambito finanziario. Il rapporto fra innovazione tecnologica e intermediazione finanziaria è un tema centrale in molti congressi internazionali. Tale fenomeno assume un'importanza rilevante, specialmente a seguito delle crisi economiche che hanno coinvolto il modo negli ultimi anni, le quali si pensa possano essere un acceleratore del fenomeno di disintermediazione bancaria⁶⁰.

Le innovazioni tecnologiche nel settore finanziario stanno ridisegnando il ruolo delle banche come intermediari tradizionali. Le principali aree di innovazione nel fintech includono:

- **Pagamenti digitali:** che includono portafogli elettronici, trasferimenti di denaro peer-to-peer e pagamenti contactless. Tali soluzioni hanno reso le transazioni e i trasferimenti di denaro più rapidi ed efficienti, riducendo la dipendenza delle famiglie e delle imprese dal settore bancario tradizionale.
- **Prestiti P2P e crowdfunding:** piattaforme di prestito peer-to-peer⁶¹, che consentono alle famiglie e alle imprese di raccogliere i fondi necessari per la loro attività da un gran numero di investitori, eliminando dunque la necessità di intermediari bancari.

⁵⁹ CONSOB. “*fintech*”. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/sezione-fintech>

⁶⁰ Perrazzelli, A. (Novembre 2021). “*Dimensione e disintermediazione finanziaria in un quadro di crescente innovazione digitale*”. Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana. <https://www.bancaditalia.it/>

⁶¹ Per peer-to-peer si intende un sistema o una rete in cui le parti interagiscono direttamente tra di loro, senza la necessità di un intermediario centralizzato.

- Robo-advisors: piattaforme di consulenza finanziaria che non comportano la presenza di un intermediario fisico, ma algoritmi e intelligenza artificiale che forniscono raccomandazioni di investimento personalizzate e gestiscono i portafogli degli investitori, a seconda delle informazioni date dagli stessi.
- Criptovalute e mercati blockchain: il Fintech ha dato il via alla finanza decentralizzata (DeFi), che è basata sul registro digitale della Blockchain.
- Neo-banche e Banche digitali: Tali banche, come Revolut e N26, hanno creato un nuovo mercato per i servizi bancari erogati tramite piattaforme digitali, in particolare, offrono servizi bancari tradizionali attraverso piattaforme online, con costi inferiori rispetto alle banche tradizionali.

In merito ai pagamenti digitali, questi hanno assunto un'importanza crescente in seguito alla pandemia di COVID-19, poiché hanno contribuito a facilitare le transazioni finanziarie in un contesto di crescente necessità di ridurre i contatti fisici. Inoltre, l'adozione delle tecnologie digitali ha contribuito a garantire la continuità dei servizi finanziari, riducendo i costi e i tempi di transazione per famiglie e imprese anche in presenza di shock avversi.

Fondamentali in un contesto di ascesa di nuovi intermediari finanziari che sostituiscono le tradizionali attività bancarie sono le piattaforme di trasferimento di denaro peer-to-peer, fra cui le più importanti sono PayPal, Venmo, Cash App e Revolut. Questi intermediari svolgono la maggior parte delle attività tipiche del settore bancario tradizionale, non essendo però soggetti ai requisiti prudenziali delle banche.

Un fattore chiave nello sviluppo dei pagamenti digitali è la direttiva PSD2 (Payment Service Directive 2), che ha promosso l'introduzione di logiche "open" e aperto nuove opportunità di

business nel settore dei pagamenti attraverso la nascita di nuove tipologie di intermediari⁶² e servizi, favorendo così il processo di disintermediazione⁶³.

In particolare, tale direttiva promuove logiche di “Open banking”, andando ad uniformare, per quanto riguarda la condivisione delle informazioni, il quadro normativo delle banche e degli altri intermediari finanziari che offrono servizi di pagamento.

La crescente diffusione del fenomeno della “Platform economy” ha ulteriormente alimentato questo processo. Alcune stime dimostrano che il valore di mercato a livello mondiale dell’open banking è destinato a crescere significativamente nei prossimi anni, passando da 7,3 miliardi di dollari nel 2018 a 43,1 miliardi nel 2026⁶⁴.

Per “Platform Economy” si intende un modello economico che si basa sull’implementazione di piattaforme digitali per mettere direttamente in contatto produttori e consumatori di prodotti e servizi.

Le piattaforme digitali si basano su soluzioni tecnologiche che collegano tutti i partecipanti ai mercati attraverso interfacce semplificate ed integrate come app mobile o siti web. Queste costituiscono network nel quale integrano diversi prodotti e servizi, anche al di fuori dei servizi finanziari, e rispondono ad altre esigenze del consumatore finale.

L’economia delle piattaforme si fonda su tecnologie in grado di gestire e integrare i dati dei diversi partecipanti alla rete in tempo reale, rendendo possibile offrire servizi sempre più in linea con le specifiche esigenze dei clienti.

⁶² Tale normativa ha introdotto nuovi attori, quali i “Payment Initiation Service Providers” e “Account Information Service Providers”. I primi sono aziende o piattaforme che offrono servizi per iniziare transazioni di pagamento per conto dei clienti, utilizzando i dati che le banche devono mettere a disposizione a seguito dell’attuazione della direttiva; in pratica funzionano da intermediari fra la banca e i clienti, permettendo a quest’ultimi di effettuare pagamenti online senza dover utilizzare un metodo di pagamento tradizionale. I secondi, sono aziende o piattaforme che permettono ai clienti delle istituzioni bancarie di effettuare un monitoraggio della propria situazione economico-finanziaria, accedendo, previo consenso da parte dei clienti, ai dati messi a disposizione da parte delle banche.

⁶³ Perrazzelli, A. (Novembre 2021). “*Dimensione e disintermediazione finanziaria in un quadro di crescente innovazione digitale*”. Banca d’Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana. <https://www.bancaditalia.it/>

⁶⁴ Perrazzelli, A. (Novembre 2021). “*Dimensione e disintermediazione finanziaria in un quadro di crescente innovazione digitale*”. Banca d’Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana. <https://www.bancaditalia.it/>

Alcuni studi⁶⁵ hanno dimostrato che, la diffusione delle innovazioni finanziarie è stata ulteriormente accelerata dalla crisi causata dalla pandemia di COVID-19. Numerose analisi evidenziano cambiamenti sia dal lato della domanda che dal lato dell'offerta, dovuti allo sviluppo di canali distributivi alternativi a quelli fisici. La crescente competizione nel settore finanziario, dovuta all'entrata di nuovi soggetti come società Fintech, ha modificato la struttura dell'ecosistema ridimensionando il ruolo degli intermediari bancari e rafforzando l'importanza dell'intermediazione finanziaria non bancaria sia nel mondo dei pagamenti che in quello del credito. Tale processo non riguarda solo specifici prodotti ma l'intera catena del lavoro dell'industria finanziaria, che sta subendo una ridefinizione grazie all'affermarsi della finanza decentralizzata.

A.2 GLI ECOSISTEMI DECENTRALIZZATI

Per ecosistemi decentralizzati si intende sistemi informatici attraverso i quali il controllo, la gestione e la governance del sistema sono divisi fra i vari partecipanti e non assegnati ad un'unità centrale. Gli ecosistemi decentralizzati promuovono la disintermediazione, principalmente attraverso piattaforme, protocolli e applicazioni che si basano su tecnologie distribuite⁶⁶. Tali ecosistemi hanno subito un rapido sviluppo negli ultimi anni.

⁶⁵ Perrazzelli, A. (Novembre 2021). “*Dimensione e disintermediazione finanziaria in un quadro di crescente innovazione digitale*”. Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana. <https://www.bancaditalia.it/>

⁶⁶ Perrazzelli, A. (Novembre 2021). “*Dimensione e disintermediazione finanziaria in un quadro di crescente innovazione digitale*”. Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana. <https://www.bancaditalia.it/>

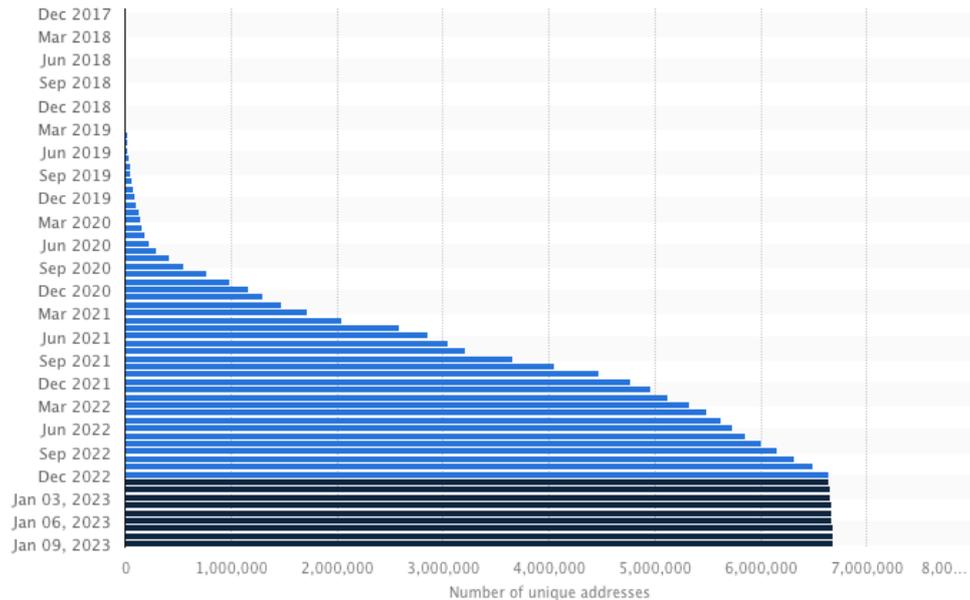


Figura 14: Individui che hanno utilizzato piattaforme o sistemi di finanza decentralizzata negli anni

Fonte: Statista, (Gennaio 2023) <https://www.statista.com/statistics/1297745/defi-user-number/>

Descrizione: Possiamo notare come da luglio 2019, (dove il numero di utenti era pari a 38.922) a gennaio 2023 (dove il numero di utenti risulta essere 6.686.500), gli individui che hanno utilizzato servizi di finanza decentralizzata hanno subito un incremento del 17.079,23%

Gli ecosistemi decentralizzati si basano sull'utilizzo del sistema Blockchain.

La blockchain è una tecnologia che funziona come un registro digitale distribuito e sicuro. Le informazioni riguardanti le transazioni effettuate vengono codificate tramite un codice alfanumerico⁶⁷, identificativo delle stesse e vengono memorizzate in blocchi crittograficamente collegati tra loro, creando una catena di blocchi. Ogni blocco contiene un insieme di transazioni che vengono validate e aggiunte alla catena da partecipanti chiamati "minatori"⁶⁸ in un processo decentralizzato. La blockchain è immutabile, il che significa che le informazioni registrate non possono essere modificate o eliminate successivamente al loro inserimento all'interno del blocco⁶⁹. Questa caratteristica rende la blockchain ideale per applicazioni come la Finanza Decentralizzata (DeFi), in cui la sicurezza e la trasparenza delle transazioni sono fondamentali.

⁶⁷ Chiamato hash

⁶⁸ Individui che utilizzano i propri computer o device per effettuare transazioni mediante il meccanismo blockchain

⁶⁹ Poiché dato che, il codice identificativo di ogni transazione contiene anche le informazioni delle transazioni precedentemente registrate nello stesso blocco e il codice relativo al blocco precedente è parzialmente contenuto nel codice relativo al blocco successivo, modificando le informazioni contenute in una transazione, si vanno a modificare a cascata tutte le informazioni riguardanti le transazioni avvenute nel blocco precedente e così via, rendendo così trasparente la modifica avvenuta per quella determinata transazione.

La spesa globale in soluzioni basate sulla Blockchain è in costante crescita, con una stima di 19 miliardi per il 2024⁷⁰.

Le maggiori applicazioni di tali modelli sono:

- **Pagamenti cross-border:** detti anche pagamenti transfrontalieri, sono transazioni finanziarie svolte da due individui che si trovano in diversi paesi. Normalmente, queste tipologie di pagamenti comportano dei costi elevati poiché è necessaria l'interconnessione fra diversi istituti bancari appartenenti a diversi paesi. Con l'avvento del Fintech e della tecnologia blockchain sono state create diverse opzioni per risolvere tale problema (Wise, Payoneer, Circle, Blockchain World Wire). Questa tipologia di pagamenti permette di inviare e ricevere denaro, senza passare per gli intermediari tradizionali e dunque comportando minori costi, grazie al coinvolgimento di un minor numero di soggetti nel processo e maggiore velocità.
- **Cripto-attività:** strumenti finanziari digitali basati sulla tecnologia blockchain, rappresentano un valore e possono essere scambiati o utilizzati per pagamenti, investimenti ed altre applicazioni. Occorre però effettuare una distinzione fra criptovalute (caratterizzate da estrema volatilità e dunque detenibili solo a fini di investimento) e stablecoin, ovvero una tipologia di cryptoattività che mantiene un valore stabile nel tempo, poiché ancorate ad un'unità di misura stabile, quale il dollaro statunitense, l'euro e la sterlina britannica. Quest'ultime, essendo stabili possono essere viste come un mezzo di scambio e una riserva di valore stabile, al pari dei tradizionali depositi bancari, aventi però tutte le caratteristiche, di immutabilità, trasparenza, rapidità ed economicità relative alla blockchain.
- **Smart-contracts:** sono programmi informatici che vengono eseguiti immediatamente al verificarsi di determinate condizioni. Gli stessi si configurano come veri e propri contratti, che, sfruttando il meccanismo blockchain, eseguono automaticamente le istruzioni date nel

⁷⁰ Statista. (Novembre 2022). <https://www.statista.com/statistics/800426/worldwideblockchain-solutions-spending/>

momento in cui le condizioni per eseguirle sono soddisfatte, senza l'interposizione di intermediari. Gli smart contact forniscono soluzioni alternative per le transazioni e gli accordi finanziari che non richiedono l'intervento degli intermediari tradizionali. Allo stesso tempo, forniscono agli utenti maggiore sicurezza e trasparenza per quanto riguarda le operazioni svolte, poiché regolate tutte da un algoritmo informatico, e una diminuzione delle tempistiche necessarie per la conclusione delle operazioni.

Gli ecosistemi decentralizzati possono portare benefici agli utenti, migliorando l'efficienza dei servizi finanziari, riducendo costi e tempi di transazione, e aumentando la velocità dei trasferimenti di attività finanziarie. È però necessario che siano affidabili, resilienti agli attacchi informatici, scalabili (in grado di adeguare la propria capacità ad un numero crescente di utenti), efficienti dal punto di vista economico e ambientale, e avere una governance robusta e identificabile.⁷¹

Negli ultimi anni, gli ecosistemi decentralizzati hanno iniziato ad assumere una notevole importanza, tale processo ha attirato l'interesse da parte dei governi, dell'industria, dei consumatori e delle autorità di supervisione e regolamentazione.

La Banca d'Italia ha avviato un percorso di ricerca⁷² sui costi, rischi e benefici attraverso due direttrici:

1. Sperimentazioni di soluzioni nell'ambito dell'Eurosistema: l'eurosistema sta iniziando a sperimentare soluzioni di finanza decentralizzata basati su blockchain per verificarne l'effettiva applicabilità al sistema economico e la possibile implementazione normativa.
 2. Attività di regolamentazione, supervisione e sorveglianza: la finanza decentralizzata rappresenta uno dei pilastri su cui poggia la strategia Europea in materia di finanza digitale.
- Al momento la commissione Europea sta lavorando all'implementazione di due regolamenti, MiCAR e DORA. Il regolamento "Markets in Crypto-Assets" (MiCA)

⁷¹ Banca d'Italia. (Giugno 2022). "Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività".

⁷² Banca d'Italia. (Gennaio 2023). "Blockchain & Web3: time to build".

<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/2023.01.20-Perrazzelli.pdf>

stabilisce i requisiti, armonizzati a livello Europeo, per l'emissione e la commercializzazione di cripto-attività, inclusi gli stablecoin. Mentre il "Digital Operational Resilience Act" (DORA) mira a rafforzare la resilienza delle infrastrutture digitali all'interno del mercato unico Europeo, la proposta prevede dei requisiti standard e uniformi ai quali le organizzazioni che forniscono servizi digitali nell'eurozona devono adattarsi, per quanto concerne la gestione dei rischi e la protezione da attacchi informatici.

La finanza decentralizzata sta rivoluzionando il settore finanziario globale, offrendo soluzioni innovative e alternative al sistema bancario tradizionale. Tuttavia, la stessa presenta, come ogni innovazione, dei vantaggi e degli svantaggi.

Per quanto riguarda i pro, la finanza decentralizzata offre agli individui:

- Maggiore accessibilità, intesa come un maggiore accesso ai servizi finanziari.
- Maggiore efficienza e velocità: le transazioni sono generalmente più rapide e meno costose⁷³ rispetto agli intermediari bancari tradizionali
- Trasparenza: le tecnologie Blockchain garantiscono una maggiore trasparenza e tracciabilità delle transazioni, in quanto vengono tutte registrate nei blocchi che vanno poi a creare il registro distribuito e tutte le informazioni contenute nei blocchi sono immutabili.
- Innovazione e diversificazione: la finanza decentralizzata ha portato alla creazione di nuovi prodotti e servizi finanziari, come prestiti peer-to-peer e stablecoin.

Per quanto concerne, i contro della finanza decentralizzata, possiamo sottolineare principalmente il ruolo della regolamentazione, che può esporre gli utenti a vari rischi di frode, hackeraggio dei dati e perdita di fondi⁷⁴. Inoltre, la mancanza di un quadro normativo chiaro può creare incertezza per gli investitori e ostacolare l'adozione per molti della finanza decentralizzata.

⁷³ Includono minori costi di transazione, non essendoci degli intermediari che si interpongono nel processo.

⁷⁴ Poiché, essendo tali piattaforme accessibili a tutti, anche i soggetti aventi una minore conoscenza nell'ambito economico-finanziario, possono investire i propri fondi in asset più rischiosi, con la speranza di ottenere un maggior rendimento, rimanendo così esposti alla forte volatilità che caratterizza oggi le principali cripto-attività.

A.3 CENTRAL BANK DIGITAL CURRENCY (CBDC)

L'implementazione del sistema blockchain su cui le Banche Centrali si stanno concentrando maggiormente sono le "Central Bank Digital Currency" (CBDC), ovvero le valute digitali delle Banche Centrali.

Tali valute rappresentano un'innovazione significativa del panorama finanziario globale, combinando le caratteristiche della moneta avente attualmente corso legale con gli avanzamenti tecnologici del mondo digitale. Sono emesse e regolate direttamente dalle Banche Centrali e sono una forma digitale di moneta legale, con l'obiettivo di garantire sicurezza, stabilità ed efficienza nei sistemi di pagamento e nella gestione della liquidità. In un contesto di forte innovazione tecnologica le CBDC offrono l'unione delle caratteristiche positive delle valute tradizionali e delle criptovalute. L'adozione delle valute digitali da parte delle Banche Centrali potrebbe avere un impatto considerevole su vari aspetti del sistema finanziario globale, i principali punti di interesse sono:

- La stabilità finanziaria: le CBDC potrebbero portare una riduzione dei rischi sistemici e il rafforzamento delle infrastrutture di pagamento; tuttavia, potrebbero anche causare alcuni problemi come la fuga di depositi dalle banche commerciali verso la Banca Centrale, con conseguente riduzione della liquidità e dell'intermediazione finanziaria.
- Politica monetaria: le CBDC potrebbero offrire nuovi canali e strumenti per l'attuazione della politica monetaria, come ad esempio la distribuzione diretta di denaro ai cittadini.

Un recente studio svolto da parte della Banca dei Regolamenti Internazionali rivela che circa l'80% del campione di banche centrali esaminate, sta lavorando sulle valute digitali della Banca Centrale⁷⁵.

La maggior parte del denaro emesso dalle Banche Centrali è già in forma digitale, accessibile attraverso operazioni di credito all'ingrosso, sebbene non sia chiamato CBDC.

⁷⁵ Mersch, Y. (Maggio 2020). "An ECB digital currency – a flight of fancy?". Speech by Mr Yves Mersch, Member of the Executive Board of the European Central Bank and Vice-Chair of the Supervisory Board of the European Central Bank, at the Consensus 2020 virtual conference. <https://www.bis.org/>

Creare una moneta virtuale da parte della Banca Centrale richiede una solida base giuridica per stabilire se la stessa possa avere lo stesso status di moneta avente corso legale di banconote e monete. Una moneta CBDC al dettaglio potrebbe essere basata su token digitali decentralizzati, consentendo anonimato simile al contante, ma sollevando anche questioni politiche, sociali e legali. Per quanto concerne le questioni legali, una CBDC al dettaglio dovrebbe essere basata su conti di deposito da parte della clientela direttamente presso la Banca Centrale. Tale meccanismo consentirebbe alla stessa di registrare trasferimenti tra utenti offrendo protezione contro il riciclaggio e altri usi illeciti.

La BCE sta valutando diverse opzioni per progettare CBDC⁷⁶, analizzando l'impatto potenziale sul sistema finanziario e sulla capacità di rispettare il proprio mandato (riguardante la stabilità dei prezzi).

La BCE sta attualmente testando il meccanismo di introduzione di una moneta digitale all'ingrosso, ovvero per le operazioni fra la Banca Centrale e le altre banche dell'eurozona, non ha fornito accesso al dettaglio, nonostante la tecnologia già esista, poiché l'introduzione suscita numerosi dubbi sulle conseguenze che potrebbe avere per il sistema finanziario. Se le famiglie potessero convertire i depositi bancari in valute virtuali della Banca Centrale potrebbero preferire detenere tali valute prive di rischio anziché i depositi bancari, innescando corse agli sportelli digitali durante una crisi bancaria sistemica e amplificando dunque gli effetti di tale crisi.

Le banche potrebbero cercare di rendere i propri depositi più attraenti, offrendo servizi aggiuntivi, ma comunque una CBDC immediatamente convertibile potrebbe spiazzare i depositi bancari e portare alla disintermediazione del settore bancario, con implicazioni significative per la struttura del sistema finanziario e la capacità delle banche centrali di assolvere i propri compiti fondamentali.

⁷⁶ Mersch, Y. (Maggio 2020). "An ECB digital currency – a flight of fancy?". Speech by Mr Yves Mersch, Member of the Executive Board of the European Central Bank and Vice-Chair of the Supervisory Board of the European Central Bank, at the Consensus 2020 virtual conference. <https://www.bis.org/>

Anche la Federal Reserve Bank (FED), sebbene non abbia ancora deciso sull'eventualità di implementare una valuta digitale della Banca Centrale, sta procedendo con una fase di sperimentazione⁷⁷ per valutare quali possano essere i potenziali vantaggi, svantaggi e lacune normative da colmare, attraverso diverse fasi di ricerca e sperimentazione tecnologica, per l'introduzione di una CBDC.

La FED di New York ha pubblicato il 4 novembre 2022 un rapporto⁷⁸ sui risultati della fase uno del processo "Cedar", che mira a sviluppare un framework tecnico per una CBDC all'ingrosso. La fase uno ha esaminato la possibile applicazione della tecnologia blockchain per migliorare il funzionamento dei pagamenti transfrontalieri. L'esperimento consiste in una simulazione di uno scambio spot nel mercato dei cambi introducendo un prototipo di CBDC per testare se potesse migliorare la velocità, il costo e l'accesso ai pagamenti all'ingrosso transfrontalieri⁷⁹. L'esperimento ha rivelato due risultati fondamentali:

- Pagamenti più veloci: durante le transazioni, i pagamenti si sono conclusi in 15 secondi circa.⁸⁰
- Transazioni più sicure e accessibili: il sistema di registri distribuiti ha permesso il completamento dei pagamenti 24/7 e ha supportato l'interoperabilità tra diverse istituzioni finanziarie.

⁷⁷ Petrou, K. (Ottobre 2019). "Disintermediation, Disintegration, and Innovation: The Future of Finance Controlled by Big Tech and Giant Central Banks". Federal Financial Analytics, Inc. <https://www.newyorkfed.org/>

⁷⁸ New York FED, (Novembre 2022), "New York Fed Announces Phase I Results of the New York Innovation Center's Project Cedar" <https://www.newyorkfed.org/newsevents/news/financial-services-and-infrastructure/2022/20221104>

⁷⁹ Le operazioni nel mercato dei cambi spot rappresentano una tipologia comune di transazioni transfrontaliere all'ingrosso, utilizzate per facilitare attività come il commercio globale e gli investimenti in asset esteri. Al momento, la maggior parte di tali operazioni richiede due giorni per essere completata, mettendo mittenti e destinatari a rischio di liquidazione, controparte e credito

⁸⁰ Attraverso il meccanismo attuale, i pagamenti vengono conclusi in circa due giorni.

CAPITOLO 2: VALUTAZIONE DELLE DIFFERENZE NELLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

Negli ultimi anni, il sistema finanziario globale ha subito importanti trasformazioni, con un crescente ruolo degli intermediari finanziari non bancari, quali i fondi di investimento⁸¹, che si affiancano alle tradizionali banche nella trasmissione della politica monetaria. In tale contesto, sia l'Eurozona che gli Stati Uniti hanno assistito ad un processo di disintermediazione bancaria, ovvero un progressivo spostamento delle attività bancarie verso intermediari finanziari non bancari, che nel caso preso in esame, sono costituiti dai fondi di investimento.

La disintermediazione bancaria nell'Eurozona è dipesa dalla regolamentazione successiva alla crisi finanziaria e dalle condizioni economiche generali, che hanno portato ad una crescente importanza degli intermediari non bancari nel finanziamento dell'economia reale.

Gli Stati Uniti, invece, hanno un sistema finanziario altamente sviluppato, ad alto contenuto di innovazione tecnologica e diversificato, con un ruolo significativo del così detto "Shadow Banking"⁸². La Federal Reserve, la banca centrale statunitense ha affrontato sfide molto simili a quelle della BCE nel comprendere e monitorare il sistema finanziario ed il suo impatto sulla trasmissione della politica monetaria⁸³, pertanto anche negli Stati Uniti, il processo di disintermediazione bancaria è stato accelerato dalla crisi finanziaria del 2007-2008 e dalle riforme successive⁸⁴.

⁸¹ European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). *"Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities"*. Occasional paper No.270

⁸² Generalmente, con il termine "shadow banking", coniato da Paul McCulley nel 2007, ci si riferisce ad un insieme di istituzioni finanziarie e attività che operano al di fuori del sistema bancario regolamentato e che forniscono servizi simili a quelli delle banche.

⁸³ Bernanke, B. S., & Gertler, M. (Ottobre 1995). *"Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission"*. Journal of Economic Perspectives, 9(4), 27-48.

⁸⁴ Per "riforme successive" si intendono le misure normative e legislative adottate dopo la crisi finanziaria del 2007-2008 per affrontare le cause della crisi e rafforzare la stabilità del sistema finanziario, fra cui, la più importante per gli Stati Uniti è il Dodd-Frank Act, che ha introdotto dei requisiti di capitale più rigorosi per le banche, favorendo così la nascita e l'evoluzione del così detto "shadow banking".

2.1 IL RUOLO DELLE BANCHE E L'IMPORTANZA NELLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

La banca è un'impresa la cui attività consiste prevalentemente nella raccolta del risparmio e l'erogazione del credito nei confronti del pubblico⁸⁵. Dunque, la banca si configura come un intermediario che si occupa di raccogliere i risparmi dai soggetti in eccesso di fondi ed erogare crediti nei confronti di soggetti in deficit.

Le banche effettuano la raccolta di fondi mediante depositi di denaro da parte del pubblico e l'emissione di obbligazioni⁸⁶. Per quanto riguarda l'impiego dei fondi raccolti, la banca compie diverse attività, fra cui, la concessione di prestiti alla clientela, e l'acquisto di titoli.

Il finanziamento delle banche non avviene soltanto mediante la clientela, ma anche attraverso operazioni interbancarie, ovvero fra banche o fra una banca e la Banca Centrale, tale meccanismo è necessario affinché si abbia una corretta trasmissione della politica monetaria.

I soggetti economici ai quali sono rivolti i servizi bancari sono le famiglie, le imprese ed altri intermediari bancari o finanziari.

La funzione di intermediazione bancaria è utile al generale funzionamento dell'economia poiché consente non solo la stabilità del sistema economico, ma anche una corretta trasmissione della politica monetaria che viene emanata dalla Banca Centrale.

Con l'evoluzione tecnologica e finanziaria, è sempre più difficile individuare la linea di demarcazione fra banche e intermediari finanziari non bancari nelle economie più sviluppate.

Tuttavia, è ancora possibile distinguere le banche dagli altri intermediari finanziari seguendo due principali direttrici:

1. Funzione di intermediazione: Le banche svolgono un ruolo di intermediazione fra i risparmiatori e gli investitori. Raccolgono i depositi dai propri clienti e utilizzano gli stessi fondi per erogare prestiti o effettuare investimenti in altri strumenti finanziari. Questa

⁸⁵ Art.10 co.1 TUB: *“la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria. Essa ha carattere di impresa.”*

⁸⁶ Strumenti di debito che danno il diritto di ricevere a scadenza la quota prestata più gli interessi maturati per il prestito

funzione di trasformazione delle scadenze permette alle banche di soddisfare sia le esigenze di liquidità dei depositanti sia le necessità di finanziamento a lungo termine degli investitori.

Gli intermediari finanziari non bancari, invece, pur svolgendo funzioni di intermediazione, non utilizzano i fondi raccolti attraverso i depositi per effettuare investimenti e prestiti.

2. Natura delle passività bancarie: Le banche emettono per lo più di passività a breve termine, ovvero i depositi bancari, prelevabili da parte della clientela in qualsiasi momento e accettati ovunque come mezzo di pagamento. Questa caratteristica conferisce alle banche un ruolo centrale nel sistema dei pagamenti e nella creazione di moneta. Gli intermediari finanziari non bancari, invece, emettono passività di natura diversa, spesso legate a specifici investimenti o prodotti finanziari, che non hanno le stesse caratteristiche di liquidità e accettazione dei depositi bancari.

Le banche e gli intermediari finanziari non bancari differiscono fra loro anche in base ai rischi assunti⁸⁷, infatti, le banche possono supportare un minor grado di rischi, mentre gli intermediari finanziari non bancari, grazie alla regolamentazione meno stringente, possono assumerne di più. I rischi assunti che hanno avuto un risultato differente nei bilanci dei due intermediari sono:

1. Il rischio di credito⁸⁸, le banche sono caratterizzate da un maggior rischio di credito poiché, a differenza degli intermediari finanziari non bancari, hanno portafogli meno diversificati, in quanto hanno meno flessibilità in merito alle scelte di allocazione del proprio capitale, questo fa sì che le stesse siano maggiormente esposte alla concentrazione del rischio.
2. Il rischio di duration⁸⁹, infatti gli intermediari finanziari non bancari tendono ad avere una duration media superiore rispetto alle banche, ciò porta al fatto che tali intermediari detengono attività che sono più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse.

⁸⁷ European Central Bank. (Dicembre 2021). “*Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities*”. Occasional paper No.270

⁸⁸ Il rischio di credito è la possibilità che il debitore non sia in grado di restituire l'importo del prestito o il pagamento dovuto. Ci sono diversi fattori che possono aumentare il rischio di credito, tra cui il basso merito di credito del debitore o il deterioramento della situazione finanziaria del debitore.

⁸⁹ Il rischio di duration si riferisce al rischio di perdita di valore del prezzo di un titolo a fronte di una variazione dei tassi di interesse di mercato. In particolare, quando i tassi di interesse aumentano, il valore dei titoli a lunga scadenza

Esistono però degli intermediari finanziari non bancari che non sono soggetti a tali rischi, e che portano ad una maggiore stabilizzazione del sistema economico, ovvero i fondi assicurativi e pensionistici, le cui attività e passività sono molto simili a quelle del settore bancario, poiché, al contrario dei fondi di investimento, hanno un accesso privilegiato ai mercati del finanziamento e ai prestiti garantiti.⁹⁰

Le banche svolgono un ruolo centrale nella trasmissione della politica monetaria poiché sono verticalmente collegate, verso il basso con i risparmiatori e le imprese, e verso l'alto con la Banca Centrale. Dunque, possiamo definire le banche proprio come il canale attraverso il quale la politica monetaria, emanata dalla Banca Centrale, manifesta i suoi effetti sulle famiglie e le imprese.

La Banca Centrale dell'eurozona è la Banca Centrale Europea (BCE), il cui obiettivo finale di politica monetaria è la stabilità dei prezzi, per assolverla, la BCE utilizza tre canali principali:

- Operazioni di mercato aperto, ovvero operazioni di acquisto o vendita di titoli pronti contro termine a seconda del caso in cui si stia attuando una politica monetaria espansiva o restrittiva. L'obiettivo di queste operazioni è modificare il tasso di interesse nell'area euro immettendo o rimuovendo liquidità all'interno del sistema economico.
- Variazione dei tassi di interesse, la Banca Centrale utilizza due tassi principali, ovvero il tasso di deposito presso la BCE che si configura come “floor,” al di sotto del quale il tasso di interesse non può scendere e il tasso di prestito che viene applicato alle banche da parte della BCE ed è il tasso massimo, oltre il quale il tasso di interesse non può salire. Questi due tassi formano un “corridoio”, all'interno del quale il tasso di interesse può variare, in particolare, il tasso di riferimento, è il tasso di rifinanziamento marginale, ovvero il tasso attraverso cui le banche dell'eurozona si prestano capitale overnight. Variando il tasso di

tende a diminuire più di quello dei titoli a breve scadenza, poiché i titoli a lunga scadenza hanno una maggiore duration, cioè un maggiore tempo residuo prima della scadenza del titolo.

⁹⁰ European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). “*Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities*”. Occasional paper No.270

rifinanziamento marginale verso il basso o verso l'alto, la Banca Centrale attua una politica monetaria rispettivamente espansiva o restrittiva.

- Variazione del coefficiente di riserva: le banche devono detenere una parte di capitale proprio, presso la Banca Centrale, come riserva nel caso in cui il sistema bancario si dovesse trovare in difficoltà dovuta all'avvento di una crisi. Le banche accantonano parte del proprio capitale a riserva in base ad un coefficiente che rappresenta la percentuale di capitale che la banca deve accantonare. Tale coefficiente è scelto dalla Banca Centrale, dunque nel caso in cui volesse applicare una politica monetaria restrittiva aumenterà il coefficiente di riserva, in modo che le banche dovranno accantonare una maggiore quantità di fondi, mentre nel caso in cui la banca volesse portare avanti una politica monetaria espansiva allora ridurrà il coefficiente di riserva obbligatoria così che le banche avranno più capitale proprio da impiegare, immettendo così più liquidità nel sistema.

Nel corso delle crisi economiche che hanno coinvolto l'economia mondiale, la BCE ha introdotto diverse misure non convenzionali di politica monetaria⁹¹ per affrontare le tensioni dei mercati finanziari e sostenere l'economia dell'area euro. Le operazioni tradizionali di politica monetaria della BCE, si concentrano principalmente su interventi a breve termine volti ad influenzare l'offerta di moneta e i tassi di interesse nel sistema finanziario. Le misure non convenzionali di politica monetaria, al contrario, si estendono su un orizzonte temporale più lungo, con l'obiettivo di ridurre i tassi di interesse a lungo termine e stimolare gli investimenti e la crescita economica⁹².

Le misure maggiormente impiegate dalla BCE negli anni successivi alle crisi finanziarie sono:

⁹¹ European Central Bank (ECB). (2015). "The ECB's Expanded Asset Purchase Programme." <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>

⁹² Le operazioni non convenzionali di politica monetaria producono effetti sul lungo termine principalmente a causa dell'orizzonte temporale degli interventi; infatti, sono operazioni che hanno un orizzonte temporale superiore rispetto alle tradizionali operazioni di politica monetaria. Inoltre, le stesse sono trasmesse in modo graduale, poiché gli effetti delle misure non convenzionali di politica monetaria si manifestano nel tempo attraverso diversi canali di trasmissione, come il canale del credito, il canale del bilancio e il canale delle aspettative. Questi canali possono richiedere un certo periodo per influenzare l'economia reale, poiché gli agenti economici devono adeguare le loro aspettative e le decisioni di investimento in risposta ai cambiamenti nelle condizioni finanziarie.

- Acquisti di titoli di debito (Asset Purchase Programs, APP): la BCE ha implementato dei programmi di acquisto dei titoli di debito privati e pubblici, nel 2014, dopo le crisi finanziarie, al fine di aumentare la liquidità nel sistema economico e ridurre i tassi di interesse.
- Operazioni di rifinanziamento a lungo termine (Long-Term Refinancing Operations, LTRO): Queste operazioni forniscono alle banche liquidità a lungo termine a tassi di interesse favorevoli, con l'obiettivo di stimolare la concessione di prestiti anche in fasi sfavorevoli del ciclo economico.
- Tassi di interesse negativi: la BCE ha introdotto tassi di interesse negativi sui depositi delle banche presso la stessa BCE, con l'obiettivo di spingere le banche a non depositarli, ma immetterli nell'economia reale.

Negli Stati Uniti, la Federal Reserve (FED) è la banca centrale responsabile della gestione della politica monetaria nel paese. Come la BCE, la FED ha un ruolo centrale nella supervisione dei sistemi di pagamento, nell'attuazione delle funzioni di tesoreria per il governo e nel finanziamento delle banche attraverso operazioni overnight e straordinarie di politica monetaria. La FED ha due obiettivi di politica monetaria, la stabilità dei prezzi ed il mantenimento del massimo livello di occupazione sostenibile. Per raggiungere tali obiettivi, anche la FED utilizza come strumenti principali per la trasmissione della politica monetaria le operazioni di mercato aperto, la variazione dei tassi di interesse e i requisiti di riserva. Inoltre, durante le crisi finanziarie, anche la FED ha iniziato ad utilizzare delle misure non convenzionali di politica monetaria, fra cui:

- Programmi di acquisto titoli (Quantitative Easing, QE): La FED ha implementato dei programmi di acquisto di titoli del tesoro o titoli garantiti da ipoteche per aumentare la liquidità nel sistema finanziario e ridurre i tassi di interesse a lungo termine.
- Operazioni di finanziamento a termine (Term Auction Facility, TAF): Queste operazioni forniscono liquidità alle banche attraverso aste di prestiti a termine, con l'obiettivo di migliorare il funzionamento dei mercati del credito durante la crisi finanziaria.

- Tassi prossimi allo zero: Durante la crisi finanziaria, anche la FED come la BCE, ha drasticamente abbassato il livello dei tassi di interesse

In sintesi, sia la BCE che la FED utilizzano una combinazione di strumenti tradizionali e non convenzionali per assolvere gli obiettivi prefissati di politica monetaria, ma mentre gli strumenti convenzionali si concentrano principalmente su interventi a breve termine, come operazioni di mercato aperto, variazione dei tassi di interesse e requisiti di riserva, le misure non convenzionali mirano a influenzare i tassi di interesse a lungo termine e stimolare gli investimenti e la crescita economica attraverso programmi di acquisto di titoli, operazioni di finanziamento a termine e comunicazioni sulle future decisioni di politica monetaria.

Le misure non convenzionali di politica monetaria agiscono sui tassi di interesse a lungo termine attraverso una serie di meccanismi interconnessi⁹³.

Uno di questi meccanismi è l'effetto di portafoglio, che si verifica quando le banche centrali acquistano titoli di debito a lungo termine, quali ad esempio i titoli di Stato, dalle banche ed altri intermediari finanziari. L'acquisto fa aumentare la domanda di tali titoli nel mercato, e quando la domanda del bene aumenta, il prezzo tende a salire. Quando i prezzi dei titoli di debito salgono, i loro rendimenti (cioè gli interessi che gli investitori ricevono sull'importo investito) tendono a diminuire, poiché il rendimento è inversamente proporzionale al prezzo del titolo. Ad una diminuzione dei rendimenti è infine collegata una diminuzione dei tassi di interesse a lungo termine, poiché i rendimenti sui titoli di stato riflettono le aspettative degli investitori riguardo ai tassi di interesse futuri e alle condizioni economiche.

Quando i rendimenti sui titoli di debito diminuiscono a causa dell'aumento della domanda generata dalle operazioni di politica monetaria non convenzionale, come il quantitative easing, ciò segnala agli investitori che le aspettative sul tasso di interesse futuro sono in calo. Di conseguenza, i tassi di interesse a lungo termine nel mercato diminuiscono.

⁹³ Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (Ottobre 2011). "The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy". *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011(2), 215-287.

Un altro meccanismo è l'effetto segnalazione, che si manifesta quando le operazioni straordinarie di politica monetaria comunicano al mercato le intenzioni future delle banche centrali. Impegnandosi in un programma di acquisto di attività, la Banca centrale trasmette la sua volontà di mantenere una politica monetaria accomodante per un periodo prolungato. Ciò porta gli operatori di mercato a ridurre le aspettative sui futuri incrementi dei tassi di interesse a breve termine il che si riflette in una riduzione dei tassi a lungo termine.

Infine, l'ultimo effetto è di riduzione del premio per il rischio che si verifica quando gli acquisti di attività da parte delle banche centrali riducono la percezione del rischio associato determinati titoli, quali ad esempio titoli di Stato. Tale riduzione del premio per il rischio richiesto dall'investitore per detenere titoli di Stato si traduce in rendimenti più bassi e, di conseguenza, in tassi di interesse a lungo termine più bassi.

2.1.1 IMPATTO DELLA DISINTERMEDIAZIONE BANCARIA SULLA TRASMISSIONE DELLA POLITICA MONETARIA

L'incremento dell'intermediazione finanziaria non bancaria potrebbe portare con sé alcune implicazioni per la trasmissione della politica monetaria, principalmente a causa della diversa composizione dei bilanci fra banche e intermediari finanziari non bancari, che potrebbe comportare risposte differenti alle decisioni di politica monetaria promosse dalla banca centrale, quali la mitigazione o l'ampliamento dell'impatto agli shock. Le differenze nella composizione delle attività possono influenzare la politica monetaria in diversi modi⁹⁴.

In particolare, gli intermediari finanziari non bancari tendono ad avere una quota maggiore di titoli di debito nel loro portafoglio di attività, rispetto ai prestiti. Al contrario, le banche presentano una composizione di attività con una maggiore quota di prestiti e una quota minore di titoli di debito.

⁹⁴ European Banking Authority (Agosto 2021).” *The rise of non-bank finance and its implications for monetary policy transmission*”. <https://www.ecb.europa.eu/>

Tale distinzione nella composizione delle attività può avere un impatto sulla capacità di risposta di ciascun tipo di intermediario alle variazioni nella politica monetaria.

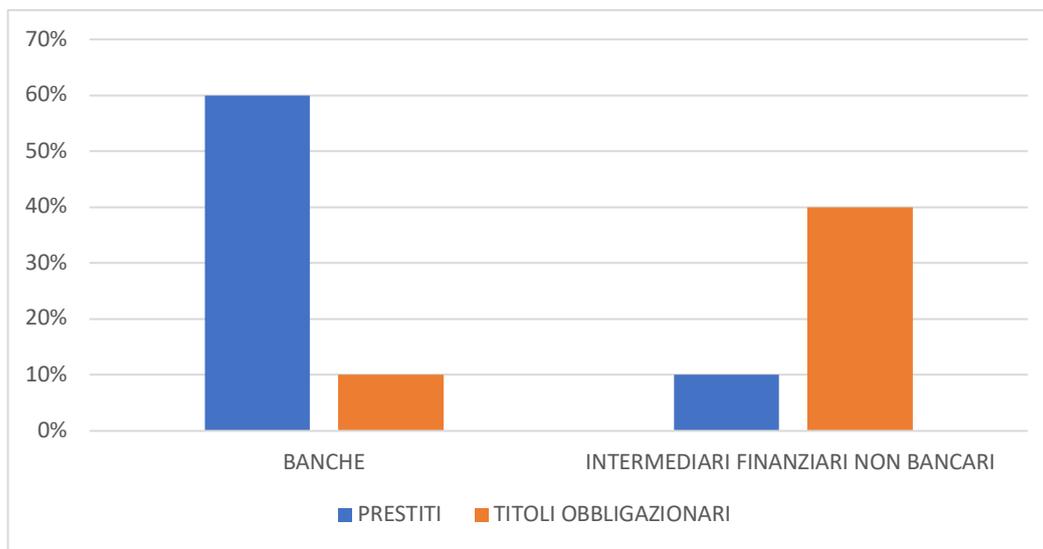


Figura 5: diversa composizione attività banche e intermediari finanziari non bancari

Fonte: European Banking Authority (Agosto 2021). "The rise of non-bank finance and its implications for monetary policy transmission". <https://www.ecb.europa.eu/>; grafico di propria elaborazione

Poiché gli intermediari finanziari non bancari detengono spesso attività con un maggior rischio di credito ed una maggiore duration rispetto alle attività bancarie, queste istituzioni potrebbero essere più vulnerabili alle variazioni dei tassi di interesse e alle condizioni di mercato. Di conseguenza, una politica monetaria espansiva potrebbe portare gli intermediari finanziari non bancari a cercare rendimenti più elevati investendo in attività più rischiose, il che potrebbe aumentare l'esposizione al rischio dell'intero sistema finanziario.

D'altra parte, una politica monetaria restrittiva potrebbe portare gli intermediari finanziari non bancari a diventare più prudenti nella selezione delle attività e a concentrarsi sulla preservazione del capitale, il che potrebbe ridurre la disponibilità di credito nell'economia e limitare l'efficacia della politica monetaria.

La presenza di intermediari finanziari non bancari può, peraltro, a volte aiutare ed incrementare l'effetto della trasmissione della politica monetaria, poiché in situazione di crisi, possono fornire finanziamenti a imprese e famiglie che non hanno accesso al credito bancario, aumentando l'effetto delle politiche monetarie espansive, in caso di abbassamento dei tassi di interesse. In secondo

luogo, essendo meno vincolati da restrizioni normative, hanno la possibilità di reagire più velocemente alle variazioni delle condizioni di mercato ed alle politiche monetarie. Inoltre, gli intermediari finanziari non bancari hanno accesso a fonti di finanziamento alternative rispetto alle banche⁹⁵, dunque gli stessi possono svolgere un ruolo importante nella distribuzione dei flussi di credito nell'economia e dunque nella trasmissione della politica monetaria.

Infine, è necessario sottolineare come la diversa composizione delle attività tra le banche degli Stati Uniti e dell'Eurozona può provocare una diversa trasmissione della politica monetaria. In particolare, le banche statunitensi tendono ad avere una quota maggiore di titoli di debito nel loro portafoglio rispetto alle banche europee, pur mantenendo una quota predominante di prestiti.

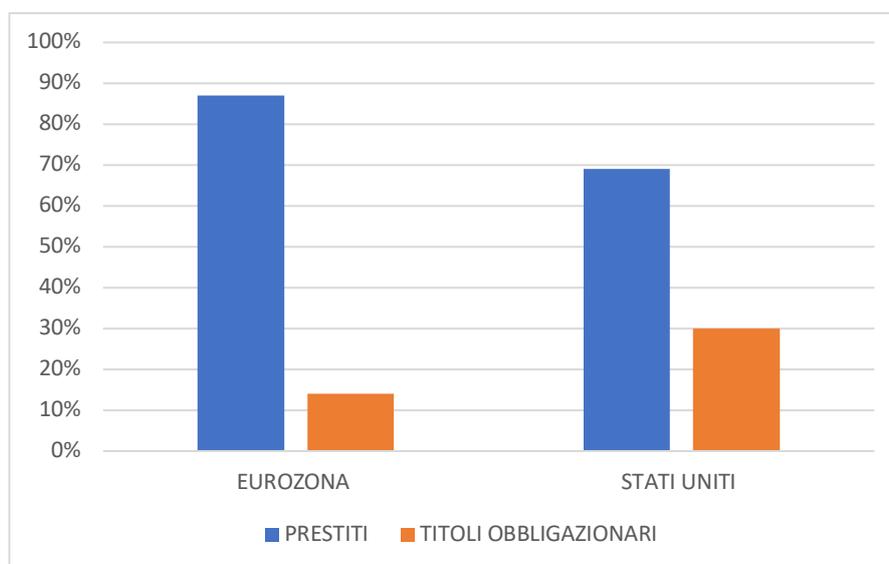


Figura 6: differenze nella composizione delle attività fra banche dell'eurozona e degli stati uniti

Fonte: <https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000028>;

<https://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>; Grafico di propria elaborazione

Nell'eurozona, con una quota di prestiti pari all'87% e una quota di titoli di debito del 14%, le banche hanno un forte orientamento verso la concessione crediti nei confronti della clientela.

Pertanto, la politica monetaria espansiva nell'eurozona può stimolare la domanda aggregata e la crescita economica principalmente attraverso la concessione di prestiti. D'altro canto, una politica

⁹⁵ Mentre le banche ottengono la maggior parte dei loro fondi attraverso i depositi dei clienti, gli intermediari finanziari non bancari possono utilizzare altre fonti di finanziamento. Ad esempio, possono emettere titoli sul mercato, come obbligazioni o azioni, per raccogliere capitali. Inoltre, possono accedere a prestiti da altre istituzioni finanziarie, partecipare a mercati di prestito interbancario o utilizzare altre forme di finanziamento strutturato.

monetaria restrittiva potrebbe portare le banche europee a ridurre gli stessi, incrementandone gli effetti.

Negli Stati Uniti, le banche hanno una quota di prestiti pari al 68% e una quota di titoli di debito del 30%. La maggiore quota di titoli di debito implica che le banche statunitensi sono più coinvolte nel mercato dei titoli rispetto alle loro controparti europee. In un contesto di politica monetaria espansiva, le banche statunitensi potrebbero cercare opportunità di investimento in titoli di debito con rendimenti più elevati, aumentando la liquidità nel sistema finanziario e stimolando gli investimenti. Tuttavia, in un contesto di politica monetaria restrittiva, potrebbero essere più inclini a ridurre il loro portafoglio di titoli di debito e concentrarsi su investimenti più sicuri e a breve termine, il che potrebbe limitare l'impatto della politica monetaria sull'economia.

La diversa composizione delle attività tra le banche europee e statunitensi può influenzare la loro esposizione ai rischi finanziari e la resilienza delle rispettive economie agli shock esterni.

In particolare, le banche statunitensi, detenendo una maggiore quota di titoli obbligazionari nei loro portafogli di attività hanno la possibilità di mitigare in modo più efficace l'impatto degli shock di politica monetaria, grazie a diversi meccanismi:

1. **Diversificazione del rischio:** Un portafoglio di attività composto sia da titoli obbligazionari che da prestiti verso la clientela, permette una diversificazione del rischio maggiore rispetto a un portafoglio focalizzato solo sui prestiti. Questo riduce la correlazione tra i rendimenti di questi diversi strumenti finanziari e, di conseguenza, la volatilità complessiva del portafoglio.
2. **Liquidità:** I titoli obbligazionari sono generalmente più liquidi dei prestiti, il che significa che possono essere venduti o acquistati più facilmente sul mercato. In caso di shock di politica monetaria, una banca con un portafoglio di attività più liquido può reagire rapidamente, vendendo o acquistando titoli per adattarsi alle nuove condizioni di mercato e ridurre l'impatto negativo sugli utili e la stabilità finanziaria.

3. Sensibilità ai tassi di interesse: I titoli obbligazionari e i prestiti hanno diverse sensibilità ai tassi di interesse. In particolare, i titoli obbligazionari hanno una maggiore sensibilità ai tassi di interesse rispetto ai prestiti, il che significa che i loro prezzi tendono a variare in misura maggiore in risposta a cambiamenti nei tassi di interesse. Tuttavia, la diversificazione tra diverse scadenze e tipi di obbligazioni consente di gestire meglio il rischio di tasso di interesse, mitigando l'impatto degli shock di politica monetaria sul valore del portafoglio.

2.2 DOMANDA DI RICERCA E METODOLOGIA DI ANALISI

Questo studio si pone come obiettivo l'analisi in dettaglio della trasmissione della politica monetaria fra banche e fondi di investimento e di esplorare le differenze fra questi intermediari nell'Eurozona e negli Stati Uniti, basandosi sulla letteratura esistente e integrando i risultati con nuove analisi. In particolare, si cercherà di comprendere come le differenze nella composizione delle attività tra le banche e i fondi di investimento europei e statunitensi, influenzino la trasmissione della politica monetaria, e quali fattori possono spiegare le divergenze fra le due aree economiche.

Lo studio fonda le sue radici sulle analisi svolte da Fédéric Holm-Hadulla, Falk Mazelis e Sebastian Rast nell'articolo "Bank and non-bank balance sheet responses to monetary policy shocks"⁹⁶.

L'articolo pone l'attenzione su due cambiamenti importanti nel panorama delle politiche monetarie delle principali economie avanzate. Il primo riguarda l'evoluzione degli strumenti utilizzati dalle banche centrali, che, come evidenziato precedentemente, in seguito alle crisi finanziarie che hanno scosso le economie mondiali, sono passati dal solo utilizzo di strumenti convenzionali di politica monetaria, a strumenti più ampi e multidimensionali, quali gli acquisti di attività per influenzare i tassi di interesse a lungo termine⁹⁷. Il secondo cambiamento riguarda la crescente importanza degli

⁹⁶ Holm-Hadulla, F., Mazelis, F., & Rast, S. (Novembre 2022). "Bank and non-bank balance sheet responses to monetary policy shocks". *Economics Letters*, Elsevier, vol. 222(C).

⁹⁷ Come descritto precedentemente, sia la BCE che la FED, utilizzano delle misure non convenzionali di politica monetaria, quali l'acquisto di attività. Il programma di acquisto di attività più importante per l'eurozona è l'asset

intermediari finanziari non bancari nel fornire credito all'economia reale, con i fondi di investimento che rappresentano il segmento che ha avuto la più rapida crescita tra gli intermediari finanziari non bancari nell'area euro⁹⁸. L'articolo "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities" di Cappiello, L., Hoerova, M., e Marqués-Ibáñez, D. riporta che: "Tra gli NBFIs, i fondi di investimento hanno sperimentato la crescita più dinamica nell'area dell'euro, con i loro attivi che sono quasi raddoppiati tra il 2009 e il 2018, e la loro quota del totale degli attivi del settore finanziario è aumentata dal 13% al 19%."

Per sviluppare l'analisi, è stato inizialmente costruito un modello macroeconomico empirico standard, ovvero un modello economico che viene costruito per analizzare e comprendere il comportamento dell'economia nel suo insieme, considerando le relazioni fra i vari aggregati macroeconomici, quali il Prodotto Interno Lordo (PIL), i tassi di interesse, il deflatore del PIL, lo spread obbligazionario e lo spread sui prestiti. L'obiettivo di un modello macroeconomico empirico standard è fornire una rappresentazione semplificata dell'economia reale che possa essere utilizzata per analizzare le politiche economiche e per valutare l'impatto degli shock sull'economia.

Questo modello è stato utilizzato nel presente studio sia per l'Eurozona che per gli Stati Uniti, ed in seguito è stato integrato con le misure relative alle dimensioni dei bilanci delle banche e degli intermediari finanziari non bancari.

A questo punto, tale modello macroeconomico sarà utilizzato per valutare come gli shock di politica monetaria a breve e lungo termine impattino sulle dimensioni dei bilanci delle banche e dei fondi di investimento e per individuare le differenze fra Eurozona e Stati Uniti. Attraverso l'analisi di tali shock, la presente tesi si pone come obiettivo quello di comprendere come le due istituzioni

purchase programme, iniziato nel 2014 a supporto della trasmissione della politica monetaria attraverso le misure convenzionali; Negli Stati Uniti, invece il programma maggiore di acquisto di attività da parte della FED è il Quantitative Easing.

⁹⁸ European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). "Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities". Occasional paper No.270 <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op270~36f79cd6ca.en.pdf>;

finanziarie reagiscono alle politiche monetarie e come queste reazioni possono influenzare l'intera economia. L'analisi delle differenze tra Eurozona e Stati Uniti potrebbe rivelare come le specificità istituzionali, i quadri normativi e le caratteristiche strutturali delle due aree economiche influenzino la trasmissione della politica monetaria attraverso le banche e i fondi di investimento.

2.2.1 COSTRUZIONE DEI DATI

Shock di politica monetaria

Per estrarre l'effetto sui tassi di interesse a breve e a lungo termine delle decisioni di politica monetaria assunte dalle banche centrali, è stata utilizzata una metodologia basata sullo studio di dati ad alta frequenza. In particolare, sono stati studiati gli shock dei tassi di interesse nella "monetary policy window" (finestra di politica monetaria).

Per "finestra di politica monetaria" si intende il periodo di tempo durante il quale, le banche centrali, effettuano gli annunci riguardanti le loro decisioni di politica monetaria. Durante tale finestra temporale, le banche centrali comunicano le loro decisioni riguardo a vari aspetti della politica monetaria, come i tassi di interesse, gli acquisti di attività e altre misure non convenzionali. Le decisioni di politica monetaria vengono solitamente annunciate dopo le riunioni periodiche dei comitati responsabili della politica monetaria, come il Comitato di Politica Monetaria della BCE o il Federal Open Market Committee (FOMC) della Federal Reserve. Gli operatori di mercato e gli investitori prestano particolare attenzione a questi annunci, poiché possono avere un impatto significativo sull'economia e sui mercati finanziari.

Per l'analisi dell'Eurozona è stato utilizzato un database già esistente, contenuto nell'articolo di Altavilla et al. (2019), dove gli autori si concentrano sui movimenti dei tassi di interesse che si verificano intorno agli annunci delle decisioni di politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE). In particolare, i dati estrapolati dal database "Euro Area Monetary Policy Event-Study" di

Altavilla et al. (2019)⁹⁹ rappresentano le variazioni nei tassi Overnight Index Swap (OIS) a breve termine (3 mesi) e nei rendimenti dei titoli di stato a lungo termine (in questo caso, i Bund tedeschi a 10 anni)¹⁰⁰ durante la finestra di politica monetaria. Queste variazioni sono considerate sorprese di politica monetaria, poiché riflettono le aspettative degli operatori di mercato rispetto alle decisioni della BCE.

Per controllare gli effetti informativi delle comunicazioni delle banche centrali e isolare gli shock di politica monetaria dagli effetti delle notizie e delle aspettative del mercato, è stato seguito l'approccio di Jarociński e Karadi (2020)¹⁰¹, vengono dunque considerate solo le sorprese sui tassi di interesse che sono negativamente correlate con le sorprese sui prezzi delle azioni, misurate dall'indice EURO STOXX 50, durante la stessa finestra temporale degli eventi di politica monetaria.

Jarociński e Karadi esaminano l'effetto delle sorprese di politica monetaria sugli asset finanziari e l'economia reale, distinguendo tra due tipi di shock: shock di politica monetaria e shock informativi. Gli shock informativi sono variazioni nelle aspettative degli investitori sulla futura politica monetaria a seguito della rivelazione di nuove informazioni da parte della banca centrale. Gli autori dimostrano che gli shock informativi influenzano gli asset finanziari e l'economia reale in modo simile agli shock di politica monetaria, sottolineando l'importanza di tenerne conto nell'analisi dell'effetto delle sorprese di politica monetaria sull'economia. Per isolare gli shock di politica monetaria “puri” dagli shock informativi, utilizzano un approccio che tiene conto sia delle variazioni nei tassi di interesse che delle variazioni nei prezzi degli asset (ad esempio, indici azionari) intorno agli annunci di politica monetaria. Seguendo l'approccio proposto da Jarociński e Karadi, è possibile correggere gli effetti informativi delle banche centrali e analizzare più

⁹⁹ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset_EA-MPD.xlsx

¹⁰⁰ I Bund tedeschi vengono spesso utilizzati come benchmark per gli studi che coinvolgono i rendimenti dei titoli di stato nell'Eurozona poiché la Germania è considerata uno dei paesi economicamente più stabili e forti dell'Eurozona, con un'economia solida e un basso livello di indebitamento pubblico. Di conseguenza, i Bund tedeschi sono generalmente percepiti come investimenti a basso rischio e rappresentano un benchmark affidabile per i tassi di interesse a lungo termine nella zona euro.

¹⁰¹ Jarociński, M., & Karadi, P. (Aprile 2020). “*Deconstructing Monetary Policy Surprises: The Role of Information Shocks*”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), 1-43.

accuratamente l'impatto delle sorprese di politica monetaria sull'economia reale e sui mercati finanziari.

Per quanto riguarda invece, il database riguardante gli shock di politica monetaria negli Stati Uniti, non essendo disponibile la stessa tipologia di modello, è stato costruito nel presente studio, seguendo la metodologia proposta precedentemente per l'Eurozona. In particolare, per la costruzione, sono stati utilizzati i dati giornalieri ad alta frequenza dei tassi di interesse, osservati il giorno precedente e il giorno successivo alle riunioni del Federal Open Market Committee (FOMC). Il FOMC, che è responsabile della definizione della politica monetaria degli Stati Uniti, si riunisce solitamente otto volte l'anno, con incontri programmati circa ogni cinque-sei settimane a partire dal 2000¹⁰².

I tassi di interesse a breve termine presi in considerazione sono i tassi Overnight Index Swap (OIS) a tre mesi, che rappresentano il costo medio del finanziamento overnight per un periodo di tre mesi.

I tassi di interesse a lungo termine, invece, sono i rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni, definiti come "United States 10-year benchmark". Questi tassi riflettono le aspettative di inflazione e crescita economica e sono sensibili alle decisioni di politica monetaria.

Nell'ambito di questa ricerca, per quantificare gli shock di politica monetaria, è stato calcolato il differenziale tra i tassi di interesse osservati il giorno precedente e il giorno successivo alle riunioni del FOMC. Parallelamente, è stata condotta un'analisi dei valori giornalieri dell'indice S&P 500, che rappresenta un indicatore di ampio spettro delle condizioni del mercato azionario americano¹⁰³.

È stato poi realizzato un confronto tra la variazione dell'indice S&P 500 e la variazione dei tassi di interesse, un'azione che ha permesso di isolare gli shock di politica monetaria dalle aspettative di mercato.

¹⁰² <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>

¹⁰³ L'indice S&P 500 è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato che comprende 500 delle maggiori società pubbliche degli Stati Uniti. Esso rappresenta un'ampia gamma di settori e offre una panoramica delle condizioni generali del mercato azionario statunitense.

Nel caso in cui la variazione dell'indice S&P 500 e la variazione dei tassi di interesse presentassero lo stesso segno (entrambi in aumento o entrambi in diminuzione) nel giorno successivo alla riunione del FOMC, si è ipotizzato che tali variazioni siano state anticipate dal mercato e, pertanto, non rappresentassero uno shock di politica monetaria. In questo caso, è stato considerato il valore dello shock pari a zero. Al contrario, quando le variazioni hanno mostrato segni opposti, è stato interpretato come un segnale che il cambiamento dei tassi di interesse è risultato una sorpresa per il mercato, rappresentando così uno shock di politica monetaria. La metodologia adottata ha reso possibile l'identificazione degli shock di politica monetaria e il successivo studio del loro impatto sull'economia e sui mercati finanziari.

Misure di bilancio:

Nell'analisi condotta nel presente studio, come misure di bilancio vengono prese in considerazione le attività delle banche e dei fondi di investimento, sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona. Per quanto concerne il valore delle attività delle banche, la variabile utilizzata è il credito totale al settore privato non finanziario¹⁰⁴. Tale variabile è importante poiché riflette la disponibilità di fondi prestati dalle banche alle imprese ed ai consumatori. Un incremento del credito al settore privato sottolinea una politica monetaria espansiva e dunque una maggiore disponibilità di finanziamenti, che possono stimolare la crescita economica.

Per quanto riguarda invece, il valore delle attività dei fondi di investimento, sono state utilizzate variabili simili per entrambe le aree geografiche, che indicano il valore totale delle attività di tali intermediari¹⁰⁵. Queste variabili offrono un quadro degli impieghi totali dei fondi di investimento e della capacità degli stessi di effettuare investimenti redditizi. La dinamica di questa variabile può

¹⁰⁴ In particolare, per il valore delle attività delle banche dell'Eurozona è stato utilizzato il seguente dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/QXMPAMUSDA>, mentre per gli Stati Uniti è stato utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/QUSPAMUSDA>

¹⁰⁵ In particolare, per il valore delle attività dei fondi di investimento dell'Eurozona è stato utilizzato il seguente dataset: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.A.A50.A.1.U2.1000.Z01.E, mentre per gli Stati Uniti è stato utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL684090005Q>

fornire informazioni sulla salute del settore di fondi di investimento e sulla capacità di sostenere la crescita economica attraverso gli investimenti in titoli e altri strumenti finanziari.

Nel paper “Bank and non-bank balance sheet responses to monetary policy shocks”¹⁰⁶, gli autori hanno utilizzato il valore nozionale delle variabili, partendo dal dato del 1999 e aggiungendo progressivamente il valore delle transazioni nel tempo.

Tale metodo, sebbene possa fornire una visione cumulativa delle attività e delle passività, potrebbe non prendere in considerazione adeguatamente le variazioni nel valore nel corso del tempo a causa di fattori come il cambiamento delle condizioni di mercato, l’inflazione o le fluttuazioni dei tassi.

In questa analisi è dunque stato utilizzato il valore effettivo delle attività per ogni trimestre. Questo approccio offre una rappresentazione più accurata e aggiornata delle dimensioni effettive delle attività, poiché tiene conto delle variazioni del valore nel tempo dovute a fattori quali l’andamento del mercato e le variazioni dei tassi. Inoltre, utilizzando il valore effettivo delle attività per ogni trimestre, è possibile analizzare con maggiore precisione gli effetti delle politiche monetarie¹⁰⁷.

Variabili di controllo

Le variabili di controllo utilizzate in questa analisi al fine di costruire, come detto precedentemente, un modello macroeconomico empirico standard, includono il PIL reale, il deflatore del PIL, lo spread obbligazionario, lo spread del prestito bancario, il tasso OIS ad 1 anno e le misure di bilancio di banche e intermediari finanziari non bancari.

Il PIL reale¹⁰⁸ rappresenta un indicatore della crescita economica, che è un fattore chiave per determinare la domanda di credito e la propensione al rischio delle imprese e degli investitori¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Holm-Hadulla, F., Mazelis, F., & Rast, S. (Novembre 2022). Bank and non-bank balance sheet responses to monetary policy shocks. *Economics Letters*, Elsevier, vol. 222(C).

¹⁰⁷ Il valore effettivo delle attività riflette meglio le condizioni di mercato e le dinamiche economiche in un dato trimestre, rendendo più evidente l’impatto delle politiche monetarie nel corso del tempo. Il valore nozionale, essendo un valore cumulativo, può offuscare gli effetti delle politiche monetarie specifiche a un certo punto nel tempo.

¹⁰⁸ Per il PIL reale dell’Eurozona è stato utilizzato il seguente dataset:

<https://fred.stlouisfed.org/series/CLVMEURSCAB1GOEA19>, mentre per gli Stati Uniti è stato utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>

¹⁰⁹ Un’economia in espansione può portare un incremento della domanda di prestiti ed una maggiore propensione al rischio, mentre un’economia in contrazione fa ottenere l’effetto opposto.

Il deflatore del PIL¹¹⁰ viene utilizzato per misurare l'inflazione e per confrontare le serie storiche del PIL in termini reali. L'inflazione, a sua volta, può influenzare le decisioni delle banche centrali riguardo ai tassi di interesse¹¹¹ e, di conseguenza, influenzare i costi di finanziamento per le banche e i fondi di investimento.

Il tasso Overnight Index Swap (OIS) ad 1 anno è un indicatore finanziario che rappresenta il costo del finanziamento a breve termine per le banche, basato sul tasso di interesse overnight.

Il tasso Overnight Index Swap (OIS) è strettamente legato alle aspettative di politica monetaria e riflette le previsioni del mercato riguardo ai tassi di interesse di riferimento delle banche centrali.

Poiché il tasso di interesse overnight è il tasso di finanziamento più breve per le banche, il tasso OIS ad 1 anno fornisce un'indicazione del costo medio del finanziamento a breve termine per le banche nel corso di un anno.

Per la zona euro, il tasso OIS ad 1 anno è stato determinato utilizzando inizialmente il tasso EONIA (Euro Overnight Index Average¹¹²) fino al 2021¹¹³. Successivamente, dal 2021 in poi, è stato adottato il tasso ESTR (Euro Short-Term Rate¹¹⁴), un tasso di riferimento per le transazioni finanziarie a breve termine nella zona euro. Per gli Stati Uniti, il tasso OIS ad 1 anno è rappresentato dal tasso applicato sui Federal Funds¹¹⁵, ovvero il tasso attraverso il quale le banche si prestano fondi fra di loro su base overnight.

Lo spread di finanziamento obbligazionario delle società non finanziarie e lo spread del prestito bancario sono due indicatori chiave del costo del credito e della percezione del rischio di credito nel

¹¹⁰ Per il deflatore del PIL dell'Eurozona è stato utilizzato il seguente dataset:

https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=320.MNA.Q.N.I8.W2.S1.S1.B.B1GQ.Z.Z.Z.IX.D.N, mentre per gli Stati Uniti è stato utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/USAGDPDEFQISMEI>

¹¹¹ In particolare, l'obiettivo primario delle banche centrali è la stabilità dei prezzi. In tal caso, nel caso in cui ci fosse un incremento dell'inflazione, la banca centrale porterebbe avanti delle misure di politica monetaria volte a ridurre il prezzo dei beni e dei servizi venduti, in modo da poter ritornare ad una condizione di stabilità.

¹¹² Per il tasso EONIA è stato utilizzato il dataset:

https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.Q.U2.EUR.4F.MM.EONIA.HSTA

¹¹³ Il tasso EONIA è stato sostituito dal tasso ESTR nel 2019 (ma è stato comunque impiegato fino al 2021) come nuovo tasso di riferimento overnight per l'area dell'euro. Il motivo della sostituzione è stato principalmente legato alla riforma dei tassi di interesse di riferimento a livello globale e all'introduzione di nuovi tassi di interesse overnight più robusti e trasparenti.

¹¹⁴ Per il tasso ESTR è stato utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/ECBESTRVOLWGTTRMDMNR>

¹¹⁵ Per il tasso sui FED funds è stato utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

sistema finanziario. Entrambi gli indicatori sono influenzati dalle condizioni economiche, dalla percezione del rischio di credito delle imprese e dalle politiche monetarie delle banche centrali. Lo spread di finanziamento obbligazionario delle società non finanziarie rappresenta la differenza tra il rendimento di un'obbligazione emessa da una società non finanziaria e il rendimento di un titolo di stato con scadenza simile. Questa differenza indica il premio che gli investitori richiedono per assumersi il rischio di credito associato all'investimento in un'obbligazione rispetto a un investimento più sicuro, come un titolo di stato. Uno spread più ampio indica che gli investitori percepiscono un maggiore rischio di credito e, pertanto, richiedono un rendimento più elevato per compensare tale rischio. In particolare, per l'Eurozona è stato utilizzato il database creato nel paper di Gilchrist e Mojon¹¹⁶, i quali lo calcolano come differenza fra il tasso di rendimento dei corporate bonds e quello dei bund tedeschi a 10 anni, mentre per gli Stati Uniti è stato utilizzato l'indice che misura il differenziale di rendimento tra i titoli obbligazionari societari con rating Baa emessi da Moody's e i titoli di stato a 10 anni a scadenza costante¹¹⁷.

Lo spread del prestito bancario, invece, rappresenta un altro aspetto importante del costo del credito. Misura la differenza tra il tasso di interesse sulle nuove operazioni di prestito e il tasso OIS a 1 anno, indicativo del costo del finanziamento a breve termine per le banche¹¹⁸. Uno spread più ampio segnala condizioni di finanziamento più difficili per le imprese, con possibili ripercussioni sull'accesso al credito e sulle decisioni di investimento.

Nello studio "Credit Risk in the Euro Area", Gilchrist e Mojon (2018)¹¹⁹ sottolineano che lo spread di finanziamento obbligazionario delle società non finanziarie è strettamente legato al ciclo economico. Durante i periodi di espansione economica, e di politica monetaria espansiva, la

¹¹⁶ <https://publications.banque-france.fr/en/economic-and-financial-publications-working-papers/credit-risk-euro-area> , riga spr_nfc_bund_ea

¹¹⁷ Come spread sui corporate bonds negli Stati Uniti viene utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/BAA10Y> che indica il costo aggiuntivo che le società devono sostenere per ottenere finanziamenti tramite l'emissione di obbligazioni rispetto al costo del finanziamento per i governi tramite l'emissione di titoli di stato a 10 anni.

¹¹⁸ In particolare, come tasso di prestito bancario, per l'Eurozona è stato utilizzato il dataset: https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2B.F.R.A.2250.EUR.N, mentre per gli Stati Uniti è stato utilizzato il dataset: <https://fred.stlouisfed.org/series/TERMCBPER24NS>

¹¹⁹ Gilchrist, S., & Mojon, B. (2018). "Credit Risk in the Euro Area". The Economic Journal, 128(608), 118-158

percezione del rischio di credito delle imprese tende a diminuire, il che porta ad una riduzione degli spread obbligazionari. Al contrario, durante i periodi di recessione economica, la percezione del rischio aumenta, causando un incremento degli spread obbligazionari.

Dall'altra parte, un aumento dello spread del prestito bancario indica condizioni di finanziamento più difficili per le imprese e le famiglie e può avere un impatto negativo sull'accesso al credito e sulle decisioni di investimento, comportando uno spostamento delle preferenze degli individui verso canali di finanziamento/investimento non bancari, quali i fondi di investimento. Dunque, possiamo concludere che lo spread del prestito bancario risulta essere inversamente proporzionale alle attività delle banche e direttamente proporzionale con le attività dei fondi di investimento.

2.2.2 COSTRUZIONE DEL MODELLO

In questa analisi, per studiare gli effetti degli shock di politica monetaria sulle attività delle banche e dei fondi di investimento, è stato utilizzato il metodo delle proiezioni locali proposto nell'articolo "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections" di Jordà (2005)¹²⁰.

In particolare, il metodo delle proiezioni locali, proposto da Jordà (2005) è necessario per stimare le funzioni di risposta all'impulso di un modello dinamico. Le funzioni di risposta all'impulso indicano l'effetto di uno shock temporaneo di una delle variabili sulle altre variabili del modello nel tempo. Le proiezioni locali differiscono dai metodi tradizionali, come i modelli VAR (Vector Autoregressive), in quanto non richiedono la stima del modello strutturale completo, ma si basano sulla stima di una serie di modelli di regressione univariati per ciascun orizzonte temporale. Questo approccio è flessibile e può essere applicato a modelli lineari e non lineari, rendendolo adatto a diverse applicazioni.

¹²⁰ Jordà, Ò. (2005). "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections". American Economic Review, 95(1), 161-182.

Attraverso tale metodologia, è stata dunque stimata una regressione per ogni singolo orizzonte temporale h (da 0 a H), seguendo la formula di base:

$$y_{t+h} = \alpha_h + \beta_h MP_t + \gamma_h X_t + \varepsilon_{t+h}$$

Dove:

- y_{t+h} : Variabile dipendente che viene studiata ad un orizzonte temporale di h periodi in avanti rispetto al tempo t . Nell'analisi svolta, le variabili dipendenti di interesse principale sono le dimensioni del bilancio delle banche e dei fondi d'investimento.
- α_h : Termine costante o un'intercetta che varia in base all'orizzonte temporale h .
- β_h : Coefficiente che misura l'effetto dello shock di politica monetaria (MP_t) sulla variabile dipendente y_{t+h} , anch'esso variabile in base all'orizzonte temporale h .
- MP_t : Shock di politica monetaria al tempo t . In questo studio sono stati utilizzati due tipi di shock di politica monetaria: gli shock sui tassi di interesse a breve termine ("short-rate shock") e gli shock sui tassi di interesse a lungo termine ("long-rate shock").
- γ_h : Coefficiente che misura l'effetto delle variabili di controllo (X_t) sulla variabile dipendente y_{t+h} , anch'esso variabile in base all'orizzonte temporale h .
- X_t : Il set di variabili di controllo al tempo t , come discusso in precedenza, comprende diverse variabili chiave che possono influenzare l'economia e il sistema finanziario. Nel presente studio, questo insieme di variabili include: shock di politica monetaria, PIL reale, deflatore del PIL, spread sui titoli di debito delle imprese e spread sui tassi di prestito bancario, tasso OIS a 1 anno e le misure di bilancio per banche e fondi d'investimento.
- ε_{t+h} : il termine di errore al tempo $t+h$, che cattura tutte le altre influenze non incluse nel modello sulla variabile dipendente.

È importante notare che sia il termine y_{t+h} che il termine di errore ε_{t+h} sono “laggati” di un periodo in avanti, come indicato dalla formula. Questo poichè nell’analisi, si è cercato di prevedere come la variabile dipendente (attività delle banche e dei fondi di investimento) si comporterà "h" periodi in avanti, in risposta agli shock di politica monetaria (MP_t). Il termine di errore ε_{t+h} cattura tutte le variazioni della variabile dipendente che non sono spiegate dalla politica monetaria o dalle variabili di controllo nel modello. È stato anch’esso “laggato” di "h" periodi avanti poiché si è cercato di catturare l'errore di previsione che si manifesta "h" periodi dopo il tempo "t".

Una volta completata l'elaborazione della regressione per ogni singolo orizzonte temporale h (da 0 a H), sono state successivamente stimate le funzioni di risposta all'impulso (Impulse Response Function, IRF). Queste funzioni illustrano l'effetto temporaneo di uno shock su una variabile, in questo caso, uno shock di politica monetaria, sulle altre variabili del modello nel corso del tempo. Per calcolare le IRF, sono stati utilizzati i coefficienti stimati β_h per ogni orizzonte temporale h. Questi coefficienti rappresentano l'effetto dello shock di politica monetaria sulle dimensioni di bilancio di banche e fondi di investimento (variabile dipendente). In seguito, è stato disegnato un grafico delle stime di β_h rispetto all'orizzonte temporale h per mostrare l'andamento delle IRF nel tempo.

Tutti questi calcoli sono stati eseguiti in Python, utilizzando la libreria “TimeSeriesLP”. Questa libreria, specificamente progettata per l'analisi delle serie temporali, offre una serie di funzioni utili per eseguire la regressione punto per punto necessaria per stimare le funzioni di risposta all'impulso. In particolare, la libreria permette di stimare modelli di regressione lineare con effetti “lagged”, ovvero con ritardo, in maniera efficiente e accurata.

Nell'ambito dell'analisi, per affrontare questioni relative all'eteroschedasticità e alla correlazione seriale del termine di errore, sono stati utilizzati errori standard Newey-West. L'impiego di questa metodologia ha permesso di ottenere stime più precise degli intervalli di confidenza e dei test

statistici. In particolare, gli errori Newey-West sono stati utilizzati per calcolare gli intervalli di confidenza al 68% e al 90% per le funzioni di risposta all'impulso¹²¹.

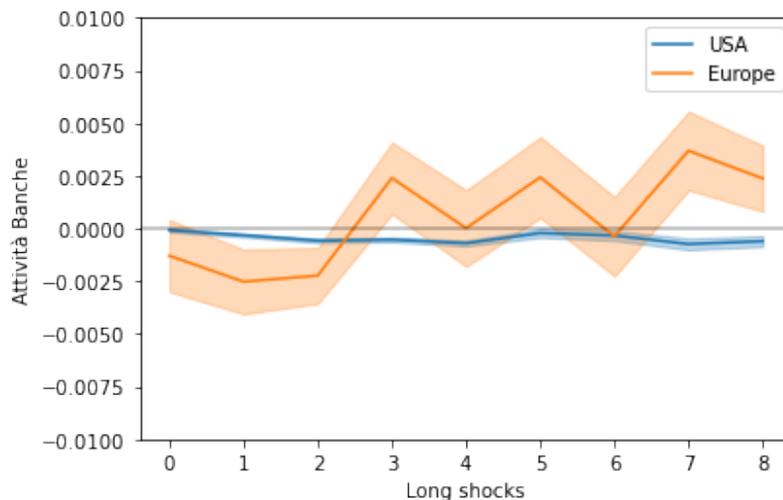
2.3 RISULTATI DEL MODELLO

Dai risultati del modello di proiezioni locali elaborato e discusso precedentemente, possiamo evidenziare significative risposte delle attività bancarie e dei fondi di investimento agli shock sui tassi di interesse a breve e lungo termine nelle due aree economiche considerate, ovvero l'Eurozona e gli Stati Uniti. Tali divergenze nelle reazioni delle istituzioni finanziarie possono essere attribuite a vari fattori, tra cui le differenze strutturali dei bilanci e delle politiche monetarie adottate, la differente condizione competitiva del settore bancario e la maturità dei mercati finanziari.

In particolare, andando a considerare gli shock sui tassi di interesse a lungo termine, e dunque quelli generati dalle operazioni straordinarie di politica monetaria della banca centrale, quale l'acquisto di attività, i risultati ottenuti sono i seguenti:

1. Nel primo caso viene mostrata, dal grafico rappresentante le funzioni di risposta all'impulso, la risposta delle attività bancarie agli shock di lungo periodo per gli Stati Uniti e l'Eurozona su un orizzonte temporale di 8 periodi trimestrali.

¹²¹ Un intervallo di confidenza al 68% indica che vi è una probabilità del 68% che il vero valore del parametro sia compreso nell'intervallo, mentre un intervallo di confidenza al 90% indica una probabilità del 90%.



In generale, le attività bancarie degli Stati Uniti risultano meno sensibili agli shock di lungo periodo rispetto alle attività bancarie dell'Eurozona. Le attività bancarie degli Stati Uniti mostrano piccole variazioni negative, mentre le attività bancarie dell'eurozona presentano variazioni più pronunciate. In particolare, nel breve periodo nell'Eurozona, le attività bancarie danno una risposta nettamente negativa allo shock del tasso. La risposta diventa però nel medio-lungo termine statisticamente non significativa, a causa delle continue oscillazioni. Per quanto riguarda invece, la risposta delle attività bancarie negli Stati Uniti risulta essere molto più contenuta e costante su valori lievemente negativi.

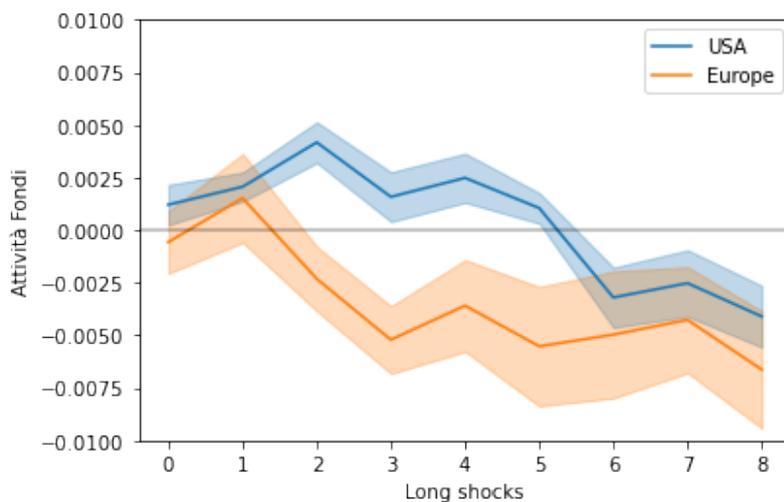
La minore sensibilità delle banche statunitensi rispetto alle banche europee è attribuibile a tre fattori principali;

Il primo punto da considerare è la diversa composizione dei bilanci delle banche tra gli Stati Uniti e l'Eurozona. Entrambe le regioni mostrano una quota di prestiti simile, tuttavia, le banche statunitensi detengono una quota di titoli superiore. È però importante sottolineare che, mentre una parte significativa dei titoli detenuti dalle banche dell'Eurozona è costituita da titoli di debito governativo, i titoli detenuti dalle banche statunitensi, sono in parte predominante titoli corporate. Questo significa che le banche statunitensi potrebbero essere meno esposte a shock diretti sui tassi di interesse a lungo termine, che tendono ad avere un impatto più forte sui titoli governativi.

Il secondo fattore di differenziazione risiede nella maturità dei mercati finanziari, le banche negli Stati Uniti operano in un ecosistema finanziario più sviluppato rispetto a quello dell'Eurozona, questo non solo include un mercato azionario e obbligazionario più profondo, ma anche una gamma più ampia di strumenti finanziari e opzioni di investimento. Questa maggiore diversificazione potrebbe offrire alle banche statunitensi una maggiore flessibilità per gestire i rischi associati agli shock di politica monetaria, consentendo loro di adattarsi più rapidamente e con minore impatto sulle loro attività complessive.

Infine, negli Stati Uniti l'ambiente bancario è più affollato e la concorrenza è più accesa rispetto all'Eurozona. Il numero più elevato di banche e l'importante presenza dello shadow banking contribuiscono a creare un mercato più competitivo. Questo potrebbe avere un impatto su come le banche rispondono agli shock di politica monetaria. In un ambiente così competitivo, le banche sono spinte a essere più efficienti, a adattarsi rapidamente ai cambiamenti del mercato e a gestire i rischi in modo più efficace, che potrebbe spiegare perché la reazione alle politiche monetarie è meno accentuata e più costante nel tempo.

2. Nel secondo caso, viene mostrato, dal grafico seguente, la funzione di risposta delle attività dei fondi di investimento agli shock di lungo periodo sui tassi di interesse per gli Stati Uniti e l'Eurozona su un orizzonte temporale di 8 periodi trimestrali.



È interessante notare come, a differenza delle risposte delle banche, i fondi di investimento di entrambe le regioni mostrano una reazione simile nel tempo. Questa similarità può essere attribuita alla composizione dei loro bilanci, che tende ad essere più uniforme rispetto a quelli delle banche. Negli Stati Uniti, è stato evidenziato che gli shock di politica monetaria a lungo termine hanno un impatto inizialmente positivo sull'attività dei fondi di investimento, questa risposta positiva raggiunge un picco nel periodo due, indicando una risposta immediata e forte. Tuttavia, nel medio-lungo periodo, l'impatto si inverte e diventa negativo, suggerendo che le strategie di adattamento possono aver attenuato l'effetto iniziale. Al contrario, nell'Eurozona, gli shock a lungo termine hanno un impatto più negativo sull'attività dei fondi sia nel breve che nel lungo periodo. È importante sottolineare che c'è un breve periodo di risposta positiva immediatamente dopo lo shock di politica monetaria. Tuttavia, questa risposta positiva è di breve durata e si trasforma in una reazione negativa nel periodo successivo.

Un punto chiave da considerare in questo contesto è la minore prevalenza dell'intermediazione finanziaria non bancaria nell'Eurozona rispetto agli Stati Uniti. Questa minore diversificazione nel panorama finanziario dell'Eurozona potrebbe limitare la capacità dei fondi di investimento di mitigare gli effetti degli shock di politica monetaria, portando a una risposta più negativa rispetto a quella osservata negli Stati Uniti. Questa potrebbe essere una delle ragioni per cui vediamo una reazione più negativa dei fondi di investimento nell'Eurozona a fronte degli shock di politica monetaria a lungo termine.

Dai risultati precedenti, possiamo inoltre notare come sia possibile evidenziare delle differenze nella trasmissione della politica monetaria attraverso shock a lungo termine fra banche e fondi di investimento.

Nell'Eurozona, le attività delle banche danno una risposta negativa nel breve termine, che poi diventa non significativa nel lungo termine. La risposta dei fondi di investimento risulta invece più significativa, con un impatto sempre negativo ma che si protrae nel lungo termine.

Negli Stati Uniti, l'impatto dello shock a lungo termine sulle attività delle banche risulta lievemente negativo e rimane costante nel lungo periodo. Le attività dei fondi di investimento presentano invece una risposta marcatamente negativa e avente un andamento decrescente nel lungo periodo. Questo accade, come evidenziato precedentemente, a causa della diversa composizione dei bilanci delle banche e dei fondi di investimento, ciò influisce sulla sensibilità delle istituzioni agli shock di politica monetaria.

Banche e fondi di investimento adottano diverse strategie per gestire i rischi associati agli shock di politica monetaria, infatti, i fondi di investimento possono fare ricorso a tecniche come il bilanciamento del portafoglio¹²², l'uso di derivati¹²³ e la negoziazione attiva¹²⁴ per mitigare l'impatto degli shock. Inoltre, le banche e i fondi di investimento sono soggetti a diverse normative e requisiti di vigilanza, che possono influire sulla loro capacità di assorbire gli shock di politica monetaria. Ad esempio, le banche devono rispettare requisiti di capitale e di liquidità più rigorosi rispetto ai fondi di investimento, il che potrebbe renderle meno vulnerabili agli shock.

Infine, banche e fondi di investimento interagiscono in modi diversi con il sistema economico e i mercati finanziari. Le banche svolgono un ruolo centrale nel fornire credito all'economia e nella gestione del risparmio, mentre i fondi di investimento sono più focalizzati sulla generazione di rendimenti per gli investitori attraverso l'investimento in vari strumenti finanziari. Queste diverse interazioni possono influenzare la risposta delle istituzioni agli shock di politica monetaria, con banche che potrebbero essere più propense a mantenere la stabilità del credito e i fondi di investimento che potrebbero essere più inclini a modificare rapidamente la composizione del portafoglio per massimizzare i rendimenti.

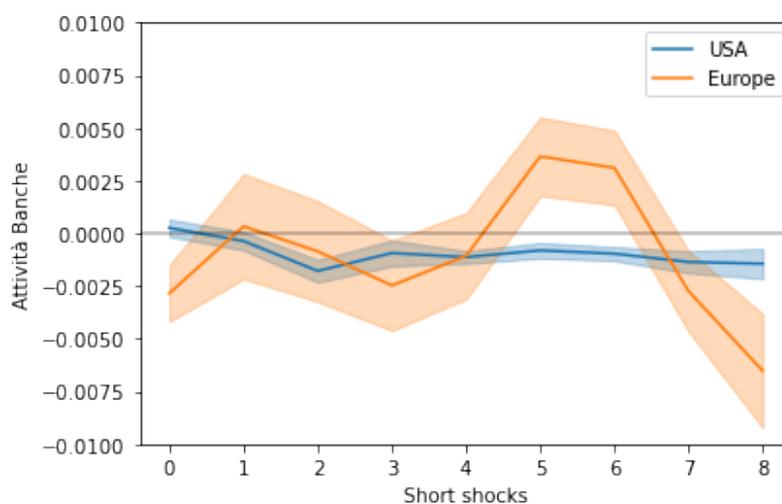
¹²² I fondi di investimento possono bilanciare il portafoglio investendo in una combinazione di attività con caratteristiche diverse, come obbligazioni e azioni, al fine di diversificare i rischi e ridurre l'impatto degli shock di politica monetaria su un singolo tipo di attività.

¹²³ I fondi di investimento possono utilizzare strumenti derivati, come contratti futures, opzioni e swap, per coprire il rischio di variazioni nei tassi di interesse o nei prezzi delle attività.

¹²⁴ I fondi di investimento possono impegnarsi in strategie di negoziazione attiva per sfruttare le opportunità offerte dagli shock di politica monetaria e per ridurre l'impatto negativo di tali shock sulle attività del portafoglio.

È stato inoltre analizzato l'impatto degli shock sui tassi di interesse a breve termine, e dunque quelli relativi alle operazioni ordinarie di politica monetaria sui bilanci delle banche e fondi di investimento, nell'Eurozona e negli Stati Uniti.

1. Nel primo caso, è raffigurato, l'impatto degli shock a breve termine del tasso di interesse, ottenuto attraverso le operazioni ordinarie di politica monetaria da parte della Banca Centrale, sulle attività delle banche, nell'Eurozona e degli Stati Uniti per 8 periodi trimestrali:



Sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona, le banche sperimentano effetti distinti a seguito di shock sui tassi di interesse a breve termine, principalmente a causa delle differenze strutturali e normative nel modo in cui operano e nel contesto in cui si trovano.

Quando le banche statunitensi subiscono uno shock sui tassi di interesse a breve termine, mostrano una reazione negativa iniziale nel breve termine, questo è dovuto in parte alla composizione del loro portafoglio di attività, le stesse detengono infatti una quota di titoli corporate superiore rispetto alle banche dell'Eurozona, questa configurazione le rende più sensibili agli shock sui tassi di interesse a breve termine. Tuttavia, negli Stati Uniti, grazie alla maturità e alla diversità dei mercati finanziari, le banche hanno maggiori opportunità per adeguare il loro portafoglio di attività e gestire i rischi associati alle variazioni dei tassi di interesse. Questa capacità di gestione del rischio può contribuire

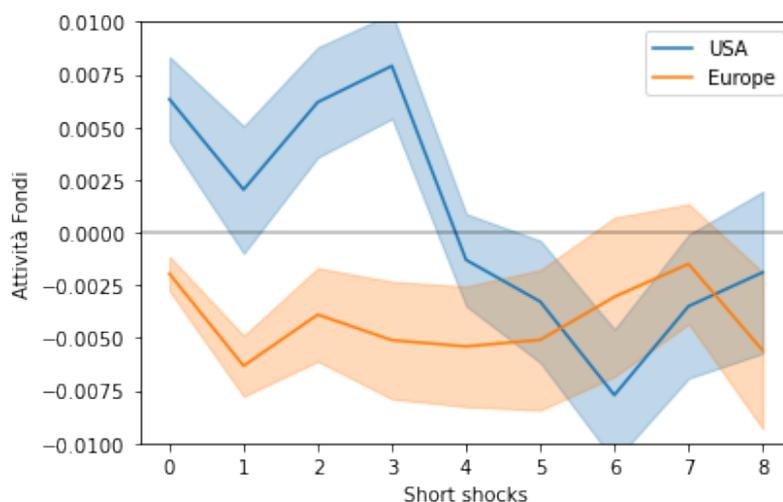
a far sì che l'effetto negativo iniziale dello shock sui tassi di interesse a breve termine persista, seppur attenuato, nel medio-lungo termine.

Al contrario, le banche dell'Eurozona rispondono inizialmente in modo positivo agli shock sui tassi di interesse a breve termine, questo potrebbe essere legato alla maggiore quota di titoli di debito governativi che detengono. Tuttavia, nel medio-lungo termine, la risposta delle banche dell'Eurozona perde significatività statistica, poiché, come spiegato precedentemente, è caratterizzata da un movimento oscillatorio, questo potrebbe essere dovuto alla maggiore diversità economica tra i paesi membri dell'Eurozona. Questa diversità può comportare che gli effetti iniziali degli shock di politica monetaria sulla banca centrale si disperdano nel tempo, poiché le banche si adattano alle varie condizioni economiche locali¹²⁵.

Infine, l'ambiente altamente competitivo del settore bancario statunitense, dovuto al maggior numero di banche e alla forte presenza dello shadow banking, potrebbe contribuire a rendere le banche statunitensi più efficienti e resilienti, seppure a fronte di una minore redditività rispetto alle banche dell'Eurozona, questa resilienza e capacità di gestione del rischio, insieme alla diversità del portafoglio di attività, potrebbero contribuire alla persistenza dell'effetto dello shock sui tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti, a differenza dell'Eurozona dove tale effetto diventa statisticamente non significativo nel medio-lungo termine.

2. Nel secondo caso, è stato analizzato l'impatto degli shock a breve termine dei tassi di interesse sulle attività dei fondi di investimento nell'Eurozona e negli Stati Uniti per 8 periodi trimestrali:

¹²⁵ Ad esempio, se una politica monetaria restrittiva viene implementata, le banche inizialmente possono rispondere aumentando i tassi di interesse. Tuttavia, nel medio-lungo termine, le banche possono adattarsi alle diverse condizioni economiche locali, portando a un movimento oscillatorio delle loro risposte alla politica monetaria. Questo significa che gli effetti iniziali degli shock di politica monetaria si disperdono nel tempo a causa delle diverse dinamiche economiche e delle strategie di adattamento delle banche in ciascun paese membro dell'Eurozona.



Anche in questo caso, come per gli shock sul tasso di interesse a lungo termine sulle attività dei fondi di investimento, i due grafici nel breve periodo seguono un andamento simile. Si può osservare che negli Stati Uniti, gli shock di breve periodo hanno inizialmente un impatto negativo sull'attività dei fondi, che diventa positivo nel periodo successivo, fino al periodo 3, dopodiché l'impatto diventa negativo nel medio-lungo termine. In Europa, invece, gli shock di breve periodo hanno un impatto negativo sull'attività dei fondi per tutti i periodi analizzati. In generale, l'attività dei fondi negli Stati Uniti mostra una maggiore variabilità rispetto all'Europa in risposta agli shock di breve periodo. Questa differenza è dovuta principalmente alla diversa composizione dei portafogli degli intermediari, in particolare, i fondi di investimento negli Stati Uniti sono composti da una quota maggiore di titoli azionari, obbligazionari o ad altri strumenti finanziari che sono più sensibili agli shock di politica monetaria a breve termine. Inoltre, i fondi statunitensi hanno una maggiore esposizione a settori più sensibili ai tassi di interesse, come l'immobiliare o i titoli finanziari.

Andando invece a confrontare le differenti risposte agli shock a breve termine dei tassi di interesse delle banche e degli intermediari finanziari non bancari, possiamo notare che, in Europa, nel breve periodo, le attività bancarie mostrano una risposta positiva agli shock sui tassi di interesse. Questo potrebbe essere legato alla composizione del loro portafoglio, che, come abbiamo discusso, tende ad avere una percentuale maggiore di titoli di debito governativo. Questi titoli sono generalmente

considerati più sicuri e stabili, e quindi possono rispondere positivamente a shock di politica monetaria. D'altra parte, le attività dei fondi di investimento mostrano una risposta negativa. Questo potrebbe essere dovuto alla loro maggiore esposizione a titoli del mercato finanziario più rischiosi e volatili, che tendono a reagire negativamente a shock dei tassi di interesse. Tuttavia, nel medio-lungo termine, entrambi gli intermediari mostrano una risposta negativa agli shock sui tassi di interesse. Questo suggerisce che, nonostante la risposta positiva iniziale delle banche, nel tempo l'effetto dello shock diventa negativo, probabilmente a causa della maggiore volatilità e delle incertezze associate alle politiche monetarie nell'Eurozona.

Negli Stati Uniti, sia le banche che i fondi di investimento mostrano una risposta negativa agli shock sui tassi di interesse nel breve termine. Questo effetto negativo persiste nel medio-lungo termine, con una variabilità maggiore per i fondi di investimento. Ciò potrebbe essere spiegato dal fatto che i fondi di investimento americani tendono a detenere una quota maggiore di titoli del mercato finanziario rispetto alle banche, le cui attività sono composte comunque da una porzione predominante di prestiti. Questi titoli, essendo più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse, possono portare a una maggiore variabilità nelle risposte agli shock di politica monetaria.

In conclusione, l'analisi delle impulse response functions degli shock di politica monetaria dei tassi a breve e lungo termine sulle attività delle banche e dei fondi di investimento dell'Eurozona e degli Stati Uniti offre importanti intuizioni sull'efficacia degli strumenti di politica monetaria e sulle differenze tra le due aree economiche e gli intermediari finanziari.

Possiamo osservare che gli strumenti di politica monetaria utilizzati dalle banche centrali hanno effetti sia sulle banche che sui fondi di investimento. Tuttavia, è importante notare che l'entità e la natura di questi effetti variano tra gli Stati Uniti e l'Eurozona, così come tra le banche e i fondi di investimento all'interno di ciascuna area economica.

Le banche statunitensi sembrano essere più sensibili agli shock di politica monetaria a breve termine, con un impatto negativo sulle attività che persiste nel lungo termine. Questa maggiore sensibilità potrebbe essere attribuita alle differenze nella struttura e nel funzionamento del sistema

bancario negli Stati Uniti rispetto all'Eurozona, nonché alle diverse condizioni economiche e ai diversi profili di rischio.

Per quanto riguarda i fondi di investimento, quelli statunitensi mostrano una maggiore sensibilità agli shock di breve termine rispetto all'Europa, con un impatto inizialmente positivo che diventa negativo nel lungo termine. Questo potrebbe essere spiegato dalle diverse strategie di investimento e gestione del rischio adottate dai fondi negli Stati Uniti rispetto all'Eurozona e dalle differenze nei mercati finanziari e nelle aspettative degli investitori.

L'analisi condotta in questo capitolo sottolinea l'importanza di comprendere e considerare le differenze tra le due aree economiche e i due intermediari finanziari al fine di valutare l'efficacia degli strumenti di politica monetaria e di prendere decisioni informate in materia di politica economica. Inoltre, evidenzia la necessità di continuare a monitorare e adattare gli strumenti di politica monetaria per garantire che siano efficaci nel raggiungere gli obiettivi di stabilità dei prezzi, crescita economica e occupazione.

Per affrontare le problematiche emerse, potrebbero essere prese in considerazione alcune soluzioni. Ad esempio, le banche centrali potrebbero adottare misure più mirate per affrontare le specifiche sfide che si presentano nelle diverse aree economiche e tra i diversi intermediari finanziari. Inoltre, potrebbe essere utile promuovere una maggiore cooperazione e coordinamento tra le autorità di politica monetaria e di regolamentazione finanziaria, al fine di garantire un quadro regolamentare più efficace e flessibile che tenga conto delle diverse esigenze e caratteristiche degli intermediari finanziari e dei mercati finanziari.

APPENDICE

A.1 ANALISI DELLA LETTERATURA ACCADEMICA

Nel contesto della trasmissione della politica monetaria, un filone di ricerca importante e in continua espansione è rappresentato dallo studio dell'influenza esercitata dalle istituzioni finanziarie non bancarie. Queste entità, conosciute anche come intermediari del settore ombra o "shadow banking", sono state al centro di molti dibattiti accademici e politici, soprattutto a seguito della crisi finanziaria del 2007-2008, che ha messo in evidenza la loro crescente rilevanza nel sistema finanziario globale.

La letteratura accademica ha esplorato a fondo il ruolo delle banche nella trasmissione della politica monetaria, ma la comprensione del ruolo degli intermediari non bancari in questo processo è ancora in fase di sviluppo. L'esigenza di tale ricerca è ulteriormente enfatizzata dal fatto che le dimensioni e l'importanza del settore non bancario sono cresciute notevolmente negli ultimi decenni, aumentando la necessità di comprendere appieno le implicazioni di questa evoluzione per la trasmissione della politica monetaria.

Questa parte dello studio, si propone di esaminare le principali conclusioni emerse dalla letteratura accademica su questo argomento, offrendo una panoramica di alcuni dei più significativi studi sull'influenza delle istituzioni finanziarie non bancarie nella trasmissione della politica monetaria.

L'obiettivo è di esaminare i punti fermi della ricerca e valutare le possibili differenze nelle metodologie di analisi e quali implicazioni hanno comportato nei risultati dei modelli.

I primi ad affrontare il tema della trasmissione della politica monetaria attraverso il canale del credito, e dunque l'importanza dell'intermediazione finanziaria, sono stati Bernanke e Gertler,¹²⁶ nell'articolo "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission".

L'articolo evidenzia che il ruolo del canale del credito è spesso trascurato nell'analisi convenzionale

¹²⁶ Bernanke, B. S., & Gertler, M. (1995). "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission". *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.

della politica monetaria, che tende invece a concentrarsi sui tassi di interesse e sull'offerta di moneta. Gli autori introducono il concetto di "canale del credito", spiegando che si riferisce al meccanismo attraverso il quale le variazioni della politica monetaria influenzano l'economia intaccando la capacità delle banche di concedere prestiti e quindi la disponibilità di credito per le imprese e le famiglie.

L'articolo evidenzia che ci sono due canali principali attraverso i quali il credito può influenzare l'economia, il canale del bilancio e il canale del prestito bancario. Il canale del bilancio si riferisce a come le variazioni del valore degli attivi possano influenzare la capacità di un'entità di ottenere prestiti, in particolare, nel caso in cui venga attuata, da parte della banca centrale, una politica monetaria restrittiva, diminuirà automaticamente il valore degli attivi dell'impresa¹²⁷ e dunque la sua capacità di ottenere prestiti può essere ridotta poiché gli attivi sono spesso utilizzati come garanzia per gli stessi.

Il canale del prestito bancario si riferisce a come la variazione delle condizioni di prestito delle banche possano influenzare l'offerta di prestiti, in particolare, se le banche restringono le loro condizioni di prestito (aumentano i requisiti che i soggetti che chiedono in prestito devono rispettare), in risposta ad una politica monetaria restrittiva, l'offerta totale di prestiti diminuisce.

In base a quanto descritto nell'articolo, spostandoci sul punto di vista degli intermediari finanziari non bancari, possiamo ipotizzare che gli stessi si trovino in una situazione di potenziale vantaggio e svantaggio in risposta a una politica monetaria restrittiva. Da un lato, potrebbero beneficiare di un effetto di "migrazione" o di "disintermediazione", in quanto i mutuatari cercano alternative alle banche quando queste ultime restringono l'offerta di credito. Ciò potrebbe portare a una maggiore domanda di servizi di prestito da parte di intermediari non bancari, quali fondi di investimento, credito al consumo, cartolarizzazione, private equity e crowdfunding.

¹²⁷ Per effetto dell'aumento dei costi di finanziamento, dovuto ad un incremento dei tassi di interesse.

Dall'altro lato, tuttavia, gli stessi intermediari non bancari potrebbero subire l'effetto di una politica monetaria restrittiva, in quanto i loro attivi potrebbero deprezzarsi a causa dell'aumento dei tassi di interesse e della potenziale contrazione dell'attività economica. Questa riduzione del valore degli attivi potrebbe limitare la loro capacità di offrire nuovi prestiti, annullando potenzialmente parte o tutti i benefici ottenuti dalla disintermediazione bancaria.

Se volessimo valutare la predominanza di un effetto o dell'altro, dovremmo valutare che l'effetto predominante può variare a seconda della forza e del grado di sviluppo del settore finanziario non bancario, in particolare, in base all'analisi svolta in questa tesi, possiamo affermare che: negli Stati Uniti, dove il settore finanziario non bancario è più sviluppato e forte, l'effetto migrazione potrebbe avere un ruolo predominante. In questo contesto, un irrigidimento della politica monetaria potrebbe portare a un processo di disintermediazione, in cui i prestiti si spostano dalle banche verso gli intermediari finanziari non bancari. Questo avviene perché tali intermediari sono in grado di assorbire la maggiore domanda di prestiti risultante dalle restrizioni al credito bancario.

D'altra parte, nell'Eurozona, dove il settore finanziario non bancario è ancora relativamente debole, l'effetto contrazione degli attivi potrebbe essere più forte. Questo significa che un irrigidimento della politica monetaria potrebbe portare a una contrazione degli attivi, sia per le banche che per gli intermediari finanziari non bancari. Ciò potrebbe a sua volta intensificare gli effetti dell'irrigidimento della politica monetaria, poiché sia le banche che gli intermediari non bancari potrebbero trovarsi a ridurre ulteriormente la loro offerta di prestiti.

Un articolo fondamentale che invece spiega effettivamente il meccanismo di “migrazione” dalle banche verso l'intermediazione finanziaria non bancaria, a seguito dell'attuazione di una politica monetaria restrittiva da parte della banca centrale e le conseguenze provocate da tale processo, è

"Monetary Transmission through Shadow Banks" di Kairong Xiao¹²⁸. In questo studio, l'autore introduce un canale di trasmissione della politica monetaria emergente, ovvero attraverso le cosiddette "banche ombra". Tale fenomeno deriva dalla concorrenza tra banche ombra e banche tradizionali; infatti, viene evidenziato che a differenza delle banche tradizionali, le banche ombra non sono soggette alle stesse regolamentazioni e, pertanto, possono offrire tassi di rendimento più elevati ai depositanti¹²⁹. Di conseguenza, quando i tassi di interesse aumentano, le banche ombra sono in grado di attirare più depositi, questo comportamento contrasta con quello delle banche tradizionali, dove gli aumenti dei tassi di interesse spesso portano a una riduzione dei depositi.

Questo può essere spiegato da una combinazione di fattori: innanzitutto, le banche ombra sono in grado di attrarre clienti che sono più sensibili ai tassi di rendimento, questi clienti, attratti dai tassi di rendimento più elevati, tendono a depositare più denaro nelle banche ombra quando i tassi di interesse aumentano. Inoltre, le banche ombra sono in grado di sfruttare la loro minor regolamentazione per offrire tassi di rendimento più elevati.

Viene inoltre evidenziato che le banche ombra hanno un ruolo sempre più rilevante nell'economia degli Stati Uniti, attualmente rappresentano oltre il 30% dei depositi bancari totali. Questa cifra è significativa, poiché non solo indica l'importanza delle banche ombra nel sistema bancario, ma anche perché influisce sulla distribuzione dei depositi tra il settore bancario ombra e quello commerciale. Questo spostamento dei depositi può avere implicazioni significative per la stabilità del sistema finanziario.

Secondo l'autore, dunque, l'adozione di politiche monetarie più restrittive da parte della banca centrale potrebbe comportare un aumento della partecipazione delle banche ombra nel mercato dei

¹²⁸ Xiao K. (Giugno 2020). "Monetary Transmission through Shadow Banks". *The Review of Financial Studies*, 33 (6), 2379–2420, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz112>

¹²⁹ In particolare, è necessario sottolineare che, indipendentemente dalla tipologia di intermediario finanziario, ad un incremento dei tassi di interesse corrisponde un decremento del tasso di rendimento, perché comunque si riduce il volume dei prestiti. Ma le banche ombra si trovano in una posizione agevolata perché, avendo un portafoglio composto in minore parte dai prestiti, e avendo una regolamentazione inferiore a cui sottostare, possono offrire dei tassi di rendimento sui depositi superiori rispetto alle banche, dunque si provoca l'effetto migrazione, perché i depositanti preferiranno depositare i propri risparmi ottenendo un tasso di rendimento superiore.

depositi. Poiché i depositi presso le banche ombra non sono protetti da reti di sicurezza governative come l'assicurazione sui depositi e la finestra di sconto, questo potrebbe portare una maggiore instabilità finanziaria, ed una amplificazione rischio sistemico, suggerendo che gli intermediari finanziari non bancari potrebbero ostacolare la trasmissione della politica monetaria. In realtà, come studiato in questa tesi, le banche ombra sono fondamentali affinché ci sia un settore finanziario diversificato, che promuova la crescita, l'innovazione e la nascita di nuove imprese; tuttavia, è necessaria una regolamentazione che mitighi l'assunzione di rischi da parte di questa tipologia di intermediari. Inoltre, per quanto riguarda il contesto Europeo, l'effetto di "migrazione" dai depositi bancari ai depositi presso le banche ombra, è molto inferiore rispetto agli Stati Uniti, a causa della natura "bancocentrica" del sistema finanziario.

Infine, l'autore però afferma anche che le banche ombra possono anche portare benefici ai depositanti introducendo una competizione in un settore bancario tradizionalmente dominato da un forte potere di mercato. Infatti, una maggiore competizione può spingere le banche a offrire condizioni più vantaggiose ai depositanti, ad esempio offrendo tassi di interesse più alti sui depositi. Le banche ombra sono inoltre spesso specializzate nella produzione determinati prodotti o servizi finanziari e possono offrire opzioni attraenti per i depositanti, spingendo le banche a migliorare le proprie offerte al fine di rimanere competitive. La competizione può anche incoraggiare l'innovazione nel settore bancario, portando a nuovi prodotti e servizi finanziari che possono essere vantaggiosi per i depositanti. Le banche ombra possono introdurre nuovi modelli di business, strategie di investimento innovative o strumenti finanziari più flessibili, offrendo ai depositanti maggiori opportunità di scelta e soluzioni finanziarie personalizzate.

Infine, la competizione nel settore bancario può contribuire a ridurre i costi per i depositanti. Le banche tradizionali, che godono di un potere di mercato consolidato, potrebbero essere meno incentivate a ridurre i costi e ad offrire condizioni più convenienti senza la presenza delle banche ombra. L'ingresso delle banche ombra nel mercato può quindi spingere le banche tradizionali a migliorare l'efficienza e a ridurre i costi al fine di rimanere competitive.

A.2 TABELLE CONENENTI I RISULTATI PRESENTATI TRAMITE I GRAFICI E RELATIVI P-VALUES

Al fine di stimare in modo accurato il modello e analizzare l'impatto degli shock finanziari sulle variabili "attività banche" e "attività fondi", sono state generate le seguenti tabelle che contengono diversi ritardi (lags) di 2, 4, 6 e 8, corrispondenti a intervalli temporali di 6, 12, 18 e 24 mesi. Danno dunque la possibilità di osservare come le risposte delle variabili di interesse evolvono nel tempo a seguito degli shock finanziari.

Le tabelle presentano i risultati delle stime, inclusi i relativi p-values¹³⁰, che consentono di valutare la significatività statistica delle risposte alle variazioni. L'inclusione dei p-values fornisce una misura dell'affidabilità delle stime e aiuta a distinguere tra le relazioni statisticamente significative e quelle che potrebbero essere frutto del caso.

L'analisi è stata condotta per due diverse aree geografiche, l'Eurozona e gli Stati Uniti, con l'obiettivo di confrontare e comprendere come le misure di bilancio delle banche e dei fondi di investimento rispondono agli shock dei tassi di interesse a breve e lungo termine, in ciascuna area geografica. Questo confronto consente di valutare le differenze nelle dinamiche economiche e finanziarie tra le due aree e di esaminare l'efficacia delle politiche economiche e finanziarie attuate in ciascuna regione.

¹³⁰ I p-values vengono utilizzati per determinare la significatività statistica dei risultati ottenuti in un'analisi. In particolare, i p-values aiutano a decidere se un effetto osservato nei dati sia il risultato di una relazione reale tra le variabili in esame oppure sia dovuto al caso.

Per interpretare un p-value, si confronta con un livello di significatività, se il p-value è minore o uguale al livello di significatività, si conclude che c'è una relazione statisticamente significativa tra le variabili. Se il p-value è maggiore del livello di significatività, non si può concludere che ci sia una relazione significativa tra le variabili.

1. Tabella relativa alla risposta delle attività bancarie allo shock sui tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
intercept	9.22	0.0	15.821	0.0	13.709	0.0	17.266	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	1.011	0.0	0.206	0.171	0.805	0.001	1.203	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	-0.036	0.917	0.466	0.075	1.568	0.0	2.193	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	0.142	0.503	1.234	0.0	0.288	0.333	1.013	0.001
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	0.047	0.035	0.429	0.15	-0.301	0.336	-0.003	0.996
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	-0.429	0.081	-1.266	0.0	-0.776	0.014	-1.902	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	-0.014	0.0	-0.534	0.004	-0.714	0.001	-1.176	0.0
SHORT_SHOCKS_CORRECTED	-0.178	0.001	-0.113	0.0	-0.096	0.003	-0.144	0.044
SHORT_SHOCKS_CORRECTED1lag	-0.254	0.0	-0.217	0.0	-0.038	0.478	-0.059	0.41
SHORT_SHOCKS_CORRECTED2lag	0.04	0.577	0.03	0.618	0.137	0.018	0.475	0.0
SHORT_SHOCKS_CORRECTED3lag	-0.132	0.133	0.067	0.087	0.296	0.0	0.432	0.0
SHORT_SHOCKS_CORRECTED4lag	0.004	0.95	0.042	0.386	0.356	0.0	0.468	0.0
SHORT_SHOCKS_CORRECTED5lag	-0.052	0.298	0.09	0.079	0.221	0.001	0.187	0.003

2. Tabella relativa alla risposta delle attività dei fondi di investimento allo shock sui tassi di interesse a breve termine negli Stati Uniti

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
intercept	93.132	0.0	62.993	0.0	4.075	0.769	-129.456	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	2.318	0.037	0.597	0.763	-1.247	0.502	-2.267	0.378
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	-0.466	0.763	3.405	0.1	7.514	0.0	-1.624	0.412
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	-0.011	0.995	0.115	0.959	-1.735	0.496	-8.596	0.001
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	-2.578	0.187	0.945	0.588	-0.941	0.657	1.422	0.571
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	-6.897	0.006	-6.273	0.0	1.081	0.471	11.598	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	6.779	0.0	1.992	0.121	-2.912	0.015	-4.09	0.004
SHORT_SHOCKS_CORRECTED	0.018	0.018	-0.13	0.554	-0.771	0.014	-0.189	0.624
SHORT_SHOCKS_CORRECTED1lag	-0.184	0.613	0.261	0.367	0.727	0.032	-0.085	0.859
SHORT_SHOCKS_CORRECTED2lag	1.006	0.0	1.791	0.0	0.655	0.05	-0.591	0.327
SHORT_SHOCKS_CORRECTED3lag	1.588	0.0	0.488	0.164	0.007	0.989	-2.204	0.0
SHORT_SHOCKS_CORRECTED4lag	1.559	0.0	1.002	0.009	0.757	0.21	-1.646	0.011
SHORT_SHOCKS_CORRECTED5lag	-0.042	0.896	1.061	0.01	-0.162	0.606	-0.769	0.064
SHORT_SHOCKS_CORRECTED6lag	-0.389	0.121	0.803	0.006	0.195	0.292	0.357	0.194

3. Tabella relativa alla risposta delle attività bancarie allo shock sui tassi di interesse a breve termine nell'Eurozona

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
intercept	0.071	0.11	-0.026	0.738	0.086	0.039	0.049	0.43
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	0.551	0.008	-0.119	0.412	0.099	0.618	-0.214	0.353
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	-0.246	0.125	-0.107	0.351	-0.222	0.014	-0.157	0.257
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	-0.371	0.043	-0.212	0.067	-0.462	0.002	-0.115	0.592
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	0.321	0.014	-0.091	0.507	-0.131	0.57	-0.248	0.216
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	0.416	0.009	-0.069	0.761	-0.095	0.712	0.225	0.365
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	-0.001	0.99	-0.173	0.166	0.395	0.0	0.087	0.48
short_corrected	-0.0	0.962	-0.0	0.382	0.0	0.45	-0.0	0.021
short_corrected1lag	0.0	0.399	-0.0	0.683	-0.0	0.726	-0.0	0.242
short_corrected2lag	-0.0	0.307	-0.0	0.052	-0.0	0.0	-0.0	0.132
short_corrected3lag	-0.0	0.243	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.25
short_corrected4lag	-0.0	0.908	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.096
short_corrected5lag	0.0	0.937	-0.0	0.004	-0.0	0.212	-0.0	0.219
short_corrected6lag	0.0	0.973	-0.0	0.007	-0.0	0.198	-0.0	0.045

4. Tabella relativa alla risposta delle attività dei fondi di investimento allo shock sui tassi di interesse a breve termine nell'Eurozona

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
Intercept	-0.046	0.413	-0.13	0.373	-0.305	0.032	-0.072	0.001
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	-0.332	0.301	-0.376	0.49	0.180	0.735	0.390	0.43
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	0.239	0.474	1.035	0.0	1.004	0.004	0.853	0.027
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	0.024	0.905	0.054	0.912	0.579	0.199	-0.303	0.455
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	0.163	0.601	0.432	0.327	0.227	0.718	-0.66	0.314
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	-0.289	0.357	-0.24	0.7	0.008	0.991	0.37	0.63
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	-0.250	0.373	-0.557	0.078	-1.502	0.001	-1.655	0.0
short_corrected	-0.0	0.160	-0.0	0.231	-0.0	0.75	-0.0	0.263
short_corrected1lag	-0.0	0.257	-0.0	0.224	0.0	0.413	0.0	0.738
short_corrected2lag	-0.0	0.009	0.0	0.463	0.0	0.014	0.0	0.008
short_corrected3lag	-0.0	0.023	0.0	0.001	0.0	0.0	0.0	0.0
short_corrected4lag	-0.0	0.058	0.0	0.255	0.0	0.032	0.0	0.025
short_corrected5lag	0.0	0.974	0.0	0.022	0.0	0.05	0.0	0.022
short_corrected6lag	-0.0	0.189	-0.0	0.918	0.0	0.066	0.0	0.035

5. Tabella relativa alla risposta delle attività bancarie allo shock sui tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
Intercept	8.342	0.0	14.989	0.0	12.539	0.0	3.244	0.503
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	0.870	0.0	0.314	0.018	1.239	0.0	1.111	0.001
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	0.049	0.865	0.507	0.035	1.263	0.0	0.747	0.251
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	0.318	0.089	1.179	0.0	-0.096	0.654	0.674	0.101
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	0.350	0.303	0.32	0.371	-0.495	0.274	0.380	0.633
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	0.091	0.69	-0.934	0.0	-0.467	0.183	-1.138	0.054
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	-1.087	0.0	-0.911	0.0	-0.686	0.021	-1.136	0.0
LONG_SHOCKS_CORRECTED	-0.058	0.0	-0.07	0.0	-0.033	0.168	-0.06	0.018
LONG_SHOCKS_CORRECTED1lag	-0.058	0.0	-0.061	0.0	-0.021	0.198	-0.001	0.968
LONG_SHOCKS_CORRECTED2lag	-0.053	0.0	0.001	0.894	0.009	0.697	0.035	0.271
LONG_SHOCKS_CORRECTED3lag	-0.011	0.506	-0.016	0.216	0.048	0.001	0.049	0.019
LONG_SHOCKS_CORRECTED4lag	-0.009	0.578	-0.036	0.02	0.017	0.406	0.011	0.727
LONG_SHOCKS_CORRECTED5lag	-0.02	0.011	-0.0	0.999	0.043	0.0	0.06	0.002
LONG_SHOCKS_CORRECTED6lag	-0.021	0.028	-0.005	0.267	0.023	0.036	0.042	0.04

6. Tabella relativa alla risposta delle attività dei fondi di investimento allo shock sui tassi di interesse a lungo termine negli Stati Uniti

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
Intercept	104.943	0.0	73.834	0.0	10.057	0.272	-110.473	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	0.198	0.853	-0.85	0.57	1.435	0.488	-2.519	0.181
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	-1.148	0.526	3.203	0.146	6.428	0.0	-0.172	0.912
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	1.591	0.437	0.901	0.607	-3.722	0.086	6.885	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	-2.119	0.243	-1.832	0.469	0.050	0.981	5.182	0.011
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	-3.0	0.155	5.102	0.011	0.19	0.93	7.558	0.001
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	2.009	0.033	3.051	0.005	-2.798	0.082	-3.305	0.006
LONG_SHOCKS_CORRECTED	0.417	0.0	0.248	0.034	-0.32	0.026	-0.41	0.005
LONG_SHOCKS_CORRECTED1lag	-0.018	0.873	0.251	0.107	-0.164	0.342	-0.287	0.01
LONG_SHOCKS_CORRECTED2lag	-0.312	0.0	-0.007	0.956	0.036	0.803	0.202	0.042
LONG_SHOCKS_CORRECTED3lag	0.134	0.283	0.080	0.399	0.237	0.055	-0.132	0.205
LONG_SHOCKS_CORRECTED4lag	0.109	0.331	0.242	0.071	0.077	0.459	-0.488	0.0
LONG_SHOCKS_CORRECTED5lag	-0.179	0.036	0.166	0.116	0.012	0.856	-0.205	0.031
LONG_SHOCKS_CORRECTED6lag	-0.112	0.11	0.072	0.324	0.007	0.902	0.135	0.08

7. Tabella relativa alla risposta delle attività bancarie allo shock sui tassi di interesse a lungo termine nell'Eurozona

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
Intercept	0.051	0.157	0.061	0.14	0.156	0.0	0.165	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	0.409	0.0	0.074	0.47	0.351	0.024	0.163	0.119
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	-0.17	0.243	-0.007	0.961	-0.032	0.774	-0.16	0.306
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	-0.349	0.053	-0.19	0.172	-0.423	0.004	-0.009	0.701
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	0.279	0.069	0.207	0.266	0.103	0.46	0.064	0.607
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	0.29	0.043	0.173	0.265	0.202	0.201	0.756	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	0.114	0.311	-0.016	0.909	0.358	0.077	-0.088	0.536
lng_corrected	-0.0	0.084	-0.0	0.914	-0.0	0.834	0.0	0.118
lng_corrected1lag	-0.0	0.532	0.0	0.54	0.0	0.02	0.0	0.0
lng_corrected2lag	-0.0	0.037	-0.0	0.257	0.0	0.04	0.0	0.001
lng_corrected3lag	-0.0	0.001	-0.0	0.127	-0.0	0.878	0.0	0.639
lng_corrected4lag	-0.0	0.0	-0.0	0.032	-0.0	0.501	0.0	0.243
lng_corrected5lag	-0.0	0.003	-0.0	0.09	0.0	0.852	0.0	0.022
lng_corrected6lag	-0.0	0.231	-0.0	0.13	-0.0	0.826	0.0	0.09

8. Tabella relativa alla risposta delle attività dei fondi di investimento allo shock sui tassi di interesse a lungo termine nell'Eurozona

	6 months	6 months pvalues	12 months	12 months pvalues	18 months	18 months pvalues	24 months	24 months pvalues
Intercept	0.043	0.372	-0.128	0.223	-0.574	0.0	-0.865	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE1lag	-0.252	0.064	-0.513	0.32	-1.012	0.005	-0.796	0.03
ATTIVITÀ_BANCHE2lag	-0.04	0.874	0.578	0.021	0.473	0.133	0.491	0.087
ATTIVITÀ_BANCHE3lag	0.505	0.025	0.251	0.552	0.766	0.047	-0.573	0.147
ATTIVITÀ_BANCHE4lag	-0.239	0.217	0.167	0.635	-0.776	0.055	-1.39	0.003
ATTIVITÀ_BANCHE5lag	0.074	0.801	-0.339	0.133	-1.229	0.0	-1.144	0.0
ATTIVITÀ_BANCHE6lag	0.169	0.409	-0.3	0.298	-0.955	0.005	-0.932	0.047
lng_corrected	-0.0	0.066	-0.0	0.097	-0.0	0.069	-0.0	0.014
lng_corrected1lag	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.0	0.0
lng_corrected2lag	-0.0	0.0	-0.0	0.0	-0.001	0.0	-0.001	0.0
lng_corrected3lag	-0.001	0.0	-0.0	0.013	-0.0	0.002	-0.001	0.0
lng_corrected4lag	-0.0	0.0	-0.0	0.014	-0.0	0.007	-0.0	0.017
lng_corrected5lag	-0.0	0.025	-0.0	0.015	-0.0	0.024	-0.0	0.015
lng_corrected6lag	-0.0	0.002	-0.0	0.004	-0.0	0.049	-0.0	0.097

CAPITOLO 3: I NUOVI CANALI DI FINANZIAMENTO PER LE IMPRESE

In un contesto di crescenti incertezze economiche, sia le famiglie che le imprese hanno dovuto affrontare le carenze e le vulnerabilità del sistema bancario tradizionale, che si sono manifestate in maniera più evidente in seguito alle crisi finanziarie mondiali¹³¹. Contemporaneamente, la rapida evoluzione del fintech¹³², con l'implementazione delle tecnologie nel settore finanziario, ha rivoluzionato i servizi finanziari offrendo nuovi strumenti, piattaforme e aziende capaci di erogare servizi tradizionalmente forniti dalle banche.

L'insieme di tali fattori ha facilitato la nascita di canali alternativi di finanziamento¹³³. Questi nuovi canali, nati per compensare le carenze del sistema bancario, si sono rivelati fondamentali nella creazione di soluzioni finanziarie più flessibili, efficienti e trasparenti¹³⁴.

La categoria di imprese maggiormente colpita dalla contrazione del credito a seguito alle crisi e che ha fatto ricorso maggiormente al finanziamento tramite intermediari finanziari non bancari è stata quella delle Piccole e Medie Imprese¹³⁵ (PMI). Le PMI, essendo più sensibili alle perturbazioni economiche rispetto alle grandi imprese a causa della minore diversificazione degli investimenti e dei finanziamenti, e avendo una dimensione ridotta che limita l'accesso al credito, si sono trovate ad affrontare numerose sfide quando l'offerta di credito si è ridotta. Questo, unito alla percezione di maggiore rischio associato a tali imprese da parte degli istituti di credito, ha creato difficoltà nell'ottenere finanziamenti in periodi di contrazione economica. Di conseguenza, le PMI sono

¹³¹ Quali, come esaminato precedentemente, la crisi dei mutui sub-prime e dei debiti sovrani.

¹³² Serafin, G. (Giugno 2019). *"Fintech: tra piattaforme di crowdfunding, valute virtuali e contrasto del riciclaggio"*. "Ricerche Giuridiche", Vol.8, No.1 pp. 6-23.

¹³³ In particolare, i canali alternativi di finanziamento delle PMI considerati sono: minibond, invoice trading e direct lending. Inoltre, vengono analizzati nello specifico i settori del private equity e del crowdfunding.

¹³⁴ Per flessibilità si intende la maggiore capacità degli intermediari finanziari non bancari di adattarsi alle esigenze specifiche degli utenti, modulando l'offerta in base alle necessità di chi la utilizza. Per quanto riguarda, invece, l'efficienza, si intende la capacità di fornire servizi con costi minori e minori tempi di attesa. Infine, per trasparenza, si intende la chiarezza e l'apertura per quanto concerne le pratiche commerciali incluse le condizioni dei prestiti, le tariffe, le commissioni e i potenziali rischi associati a un prodotto o servizio finanziario.

¹³⁵ Forestieri G. (2016) *"I Nuovi Canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni e capitale di rischio."* <https://bancaria.it/>

ricorre a forme di finanziamento alternative per soddisfare le loro esigenze. I canali alternativi di finanziamento sono spesso più flessibili rispetto ai canali bancari tradizionali, permettendo alle PMI di adattare il finanziamento alle loro esigenze specifiche. Grazie all'adozione di tecnologie avanzate, gli intermediari finanziari non bancari possono spesso gestire le richieste di finanziamento in modo più rapido e con meno burocrazia rispetto alle banche, un vantaggio significativo per le PMI che necessitano di ottenere finanziamenti in modo tempestivo. Inoltre, molti di questi strumenti offrono una maggiore trasparenza nel processo di finanziamento, permettendo alle PMI di comprendere meglio termini, condizioni e tariffe, costruendo così un rapporto di fiducia tra l'impresa e l'intermediario finanziario.

Gli intermediari finanziari non bancari svolgono inoltre un ruolo fondamentale nel garantire che la politica monetaria raggiunga le piccole e medie imprese (PMI), tramite un canale indiretto di trasmissione, infatti, gli stessi rispondono alle condizioni del mercato finanziario modificate dalla politica monetaria e adattano il loro comportamento di conseguenza.

In particolare, uno degli aspetti centrali di tale tipologia di intermediari è che cercano di generare il massimo rendimento possibile sui capitali che gestiscono e, per valutare se un investimento è redditizio, utilizzano un indicatore chiamato Costo del Capitale Medio Ponderato (WACC), che tiene conto sia del costo del debito (rappresentato dal tasso risk-free) che del costo dell'equity. Quando una banca centrale intraprende una politica monetaria espansiva, i tassi di interesse di base (risk-free) vengono abbassati. In risposta a questo, il costo del debito nel calcolo del WACC (Weighted Average Cost of Capital) si riduce. Questo può diminuire il costo generale del capitale per gli intermediari finanziari non bancari, rendendo gli investimenti più attraenti anche se i rendimenti previsti sono più bassi e dunque gli stessi sono portati ad espandere la loro offerta di finanziamenti alle PMI. Al contrario, se la banca centrale intraprende una politica monetaria restrittiva e i tassi di interesse aumentano, il costo del debito nel calcolo del WACC aumenterà, ciò può rendere meno attraenti gli investimenti a basso rendimento, portando una contrazione dei finanziamenti a favore delle PMI.

L'Unione Europea definisce le PMI con la Raccomandazione 2003/361/CE¹³⁶ attraverso dei limiti quantitativi, quali: le imprese non possono avere più di 250 impiegati, il fatturato annuo non può superare i 50 milioni di euro, o il totale bilancio annuo non può superare i 43 milioni di euro.

Tuttavia, il ricorso a canali di finanziamento alternativi per le PMI in Europa, risulta meno diffuso rispetto agli Stati Uniti, a causa di due fattori:

- In Europa è ancora radicata una forte cultura familiare a livello imprenditoriale¹³⁷, la maggior parte delle piccole imprese sono infatti a gestione familiare, e questo ne rallenta molto l'espansione, poiché i proprietari, nel caso in cui l'impresa venisse quotata sul mercato dei capitali, avrebbero paura di perdere la proprietà totale della stessa, dovendo condividere con gli altri detentori di quote di partecipazione, le scelte in merito all'attività.
- La dipendenza delle PMI dal sistema bancario tradizionale¹³⁸, che le ha portate ad avere una forte debolezza strutturale e dei comportamenti pro-ciclici¹³⁹ che hanno aumentato l'effetto delle recessioni.

Tuttavia, nonostante la dipendenza dal settore bancario, dopo la crisi finanziaria del 2008 e la successiva crisi dei debiti sovrani, è stata evidenziata la vulnerabilità delle PMI allo stesso. In particolare, l'evidenza accademica¹⁴⁰, dimostra che, i paesi Europei che hanno subito lo shock della crisi dei debiti sovrani hanno riscontrato una probabilità del 20,3% in più di rigetto delle proposte di finanziamento rispetto ai paesi non colpiti.

Dopo la crisi del 2011, in Italia sono state dunque introdotte diverse misure legislative, volte a migliorare le condizioni finanziarie delle PMI e favorirne la loro crescita e sviluppo, fra cui: il

¹³⁶ Raccomandazione della Commissione, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese; <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32003H0361>

¹³⁷ Secondo le rilevazioni Cerved, il 70% delle PMI Italiane sono a conduzione familiare, la percentuale diminuisce per le grandi imprese (35,6%)

¹³⁸ Forestieri, G. (2016) "*I Nuovi Canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni e capitale di rischio.*" <https://bancaria.it/>

¹³⁹ Tendono ad aumentare l'offerta nelle fasi del ciclo economico positive, poiché hanno una maggiore quantità di capitale da investire e ridurre l'offerta nelle fasi negative del ciclo economico, quando si ha una restrizione del credito.

¹⁴⁰ Ferrando, A., Popov, A., & Udell, G. F. (Aprile 2017). "*Sovereign stress and SMEs' access to finance: Evidence from the ECB's SAFE survey*". *Journal of Banking & Finance*, 81, 65-80.

decreto “sviluppo”¹⁴¹, che ha introdotto il quadro normativo per i mini bonds; il Regolamento sul Crowdfunding¹⁴²; il decreto “competitività”¹⁴³ che ha introdotto un quadro normativo per l’Invoice Trading; il decreto “fare”¹⁴⁴ che ha introdotto la disciplina del Direct Lending da parte dei soggetti non bancari; ed infine il decreto “rilancio”¹⁴⁵, che introduce delle misure di rafforzamento e sostegno all’ecosistema delle start-up innovative¹⁴⁶ e delle PMI, tra le misure principali troviamo: incentivi fiscali all’investimento nel capitale delle PMI, accesso al fondo di garanzia per le PMI, finanziamenti agevolati per le start-up localizzate sul territorio nazionale e raccolta di capitali tramite campagne di Equity Crowdfunding.

Nel contesto globale, l’approccio dell’Europa, e in particolare dell’Italia, verso le forme alternative di finanziamento per le Piccole e Medie Imprese (PMI) differisce notevolmente da quello degli Stati Uniti. Questa differenza è particolarmente evidente quando si considera l’orientamento dei rispettivi mercati finanziari e i meccanismi di sostegno alle PMI.

Negli Stati Uniti, il mercato finanziario è fortemente orientato verso il mercato dei capitali. Le imprese, incluse le PMI, si affidano in larga misura a questo mercato per ottenere i finanziamenti necessari per le loro operazioni. Questo significa che, oltre a prendere in prestito dalle banche, le imprese statunitensi hanno accesso a una varietà di strumenti finanziari come azioni, obbligazioni e strumenti derivati per raccogliere capitale. Questo accento sul mercato dei capitali offre alle imprese una maggiore flessibilità nel reperimento dei fondi, permettendo loro di evitare alcuni dei problemi associati al finanziamento bancario, come, ad esempio, l’eccessiva dipendenza da un singolo canale di finanziamento.

¹⁴¹ Decreto-Legge 22 giugno 2012, n. 83; <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/08/11/12A08941/sg>

¹⁴² introdotto dalla CONSOB nel 2013 con delibera n.18592;

https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2013_18592.pdf/9b1d415a-577a-e33d-4d7d-aa2af3a09f53

¹⁴³ Decreto-legge 24 giugno 2014, n. 91; <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/06/24/14G00105/sg>

¹⁴⁴ Decreto-Legge 21 giugno 2013, n. 69; <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2013/06/21/13G00116/sg>

¹⁴⁵ Decreto-Legge 19 maggio 2020, n. 34; <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/05/19/20G00052/sg>

¹⁴⁶ La startup innovativa è un’impresa giovane, ad alto contenuto tecnologico, con forti potenzialità di crescita e rappresenta per questo uno dei punti chiave della politica industriale Italiana

Inoltre, negli Stati Uniti, esistono numerose infrastrutture a sostegno delle PMI, tra cui la Small Business Administration (SBA)¹⁴⁷. La SBA fornisce una serie di servizi a favore dello sviluppo delle PMI, tra cui prestiti garantiti. Questo tipo di supporto istituzionale, combinato con un mercato dei capitali robusto, crea un ambiente favorevole per lo sviluppo e la crescita delle PMI.

Al contrario degli Stati Uniti, l'Europa, e in particolare l'Italia, sta ancora cercando di sviluppare e consolidare il proprio mercato di finanziamenti alternativi. Nonostante le PMI Europee e Italiane siano ancora fortemente dipendenti dal sistema bancario tradizionale, esistono segnali promettenti di un cambiamento in atto. Tale cambiamento è guidato da una serie di innovazioni e sviluppi nel campo del fintech, che stanno portando alla creazione di nuove modalità di finanziamento alternativo.

Nelle sezioni seguenti, si esamineranno alcune di queste modalità alternative di finanziamento che si stanno largamente diffondendo in Europa e in Italia. Questi includono i Mini Bond, l'Invoice Trading, il Direct Lending, il Crowdfunding e il Private Equity.

3.1.1 I MINI BOND

I Mini Bond sono titoli obbligazionari e cambiali finanziarie utilizzabili dalle imprese non finanziarie per raccogliere capitale di debito sul mercato, per importi inferiori a €50 milioni¹⁴⁸.

Grazie a questa tipologia di titoli, le imprese beneficiano di vantaggi amministrativi e fiscali, anche non essendo quotate sul mercato dei capitali¹⁴⁹. I Mini Bond sono titoli di debito emessi principalmente da piccole e medie imprese sul mercato mobiliare, sottoscritti esclusivamente da

¹⁴⁷ La Small Business Administration (SBA) è un'agenzia governativa degli Stati Uniti creata nel 1953 con lo scopo di aiutare, sostenere e proteggere gli interessi delle piccole imprese nel paese. L'obiettivo della SBA è assistere e favorire lo sviluppo e la crescita delle piccole imprese negli Stati Uniti, e di conseguenza contribuire alla crescita dell'economia nazionale. La SBA fornisce una serie di servizi e programmi per sostenere le piccole imprese, tra cui, la fornitura di servizi di consulenza, sulla gestione finanziaria e su vari aspetti riguardanti l'avvio e la gestione dell'impresa. La SBA fornisce anche dei programmi di prestito per aiutare le piccole imprese ad ottenere i finanziamenti necessari. Infine, la SBA aiuta le PMI ad ottenere contratti governativi federali.

¹⁴⁸ <https://www.mn.camcom.gov.it/files/PromozioneFinanziamenti/1.minibond.pdf>

¹⁴⁹ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). *“La finanza alternativa per le PMI in Italia”* Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

investitori professionali e qualificati¹⁵⁰, che in cambio della raccolta di capitale offrono una remunerazione contrattualmente stabilita attraverso il pagamento di cedole.

Sebbene inizialmente tale tipologia di titoli obbligazionari fosse impiegata prevalentemente dalle grandi imprese, dopo l’emanazione del decreto “sviluppo”, i Mini Bond sono diventati strumenti di finanziamento particolarmente utilizzati per l’emissione di titoli di debito da parte delle piccole e medie imprese.

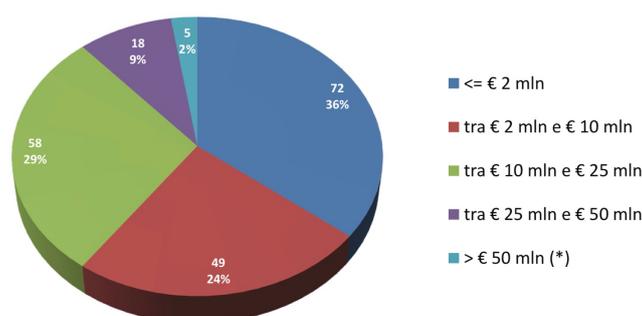


Figura 1: Suddivisione delle PMI non finanziarie emettenti Mini Bond per classe di fatturato
Fonte: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). “La finanza alternativa per le PMI in Italia” Report sull’Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

Il decreto “sviluppo” affronta il tema dei Mini Bond introducendo alcune disposizioni per agevolare l’accesso al mercato dei capitali da parte delle piccole e medie imprese attraverso l’emissione degli stessi, favorendo così la diversificazione delle fonti di finanziamento e riducendo la dipendenza dal

¹⁵⁰ Si definiscono investitori qualificati, o professionali soggetti che possiedono conoscenze, esperienze e risorse finanziarie significative per valutare e gestire adeguatamente i rischi associati agli investimenti complessi e di alto livello. In generale, gli investitori qualificati sono considerati meno bisognosi di protezioni legali rispetto agli investitori al dettaglio, perché hanno maggiori risorse per comprendere e gestire i rischi legati agli investimenti. Pertanto, spesso sono soggetti a un trattamento normativo differente e possono accedere a opportunità di investimento che non sono disponibili al pubblico in generale. In particolare, gli stessi vengono qualificati dalla direttiva MIFID II come entità autorizzate ad operare nei mercati finanziari, entità governative, grandi imprese che soddisfano determinati criteri finanziari, investitori privati che soddisfano i requisiti di esperienza, dimensioni del portafoglio e frequenza delle operazioni sul mercato e infine altri investitori istituzionali il cui scopo principale sia l’investimento in strumenti finanziari.

sistema bancario. In particolare, il decreto “sviluppo” e il decreto “sviluppo bis” hanno rimosso alcuni dei limiti quantitativi per agevolare l’accesso al mercato alle piccole e medie imprese¹⁵¹.

I Mini Bond possono però essere sottoscritti solamente da investitori professionali e, sotto alcune condizioni¹⁵², da investitori non professionali.

Un’importante novità dal 2020 è la possibilità per i portali di Equity Crowdfunding¹⁵³, autorizzati dalla Consob, di collocare obbligazioni emesse da piccole medie imprese attraverso una sezione dedicata della piattaforma alla quale possono accedere solamente investitori professionali.

La borsa italiana ha inoltre creato un segmento professionale del mercato dove poter negoziare i titoli di debito, tale segmento prende il nome di EXTRAMOT PRO¹⁵⁴. Si tratta di un sistema di scambio organizzato, riservato ai soli investitori professionali¹⁵⁵.

I dati raccolti e analizzati dal Politecnico di Milano nel quinto Rapporto Italiano sui Mini Bond¹⁵⁶, aggiornati al 30 giugno 2022, evidenziano una crescita costante di questi strumenti. In particolare, sono stati registrati 1.332 Mini Bond emessi da società non finanziarie, con un valore complessivo di €8,08 miliardi. Di questi, 838 Mini Bond, con un valore complessivo di €3,3 miliardi, sono stati emessi da piccole e medie imprese. In Italia, il numero di piccole e medie imprese non finanziarie emittenti di Mini Bond ammonta a 614, di cui 65 sono state le piccole medie imprese emittenti per la prima volta.

¹⁵¹ Nello specifico l’articolo 32 ha esteso la possibilità di emettere obbligazioni superiori al doppio del patrimonio netto a tutte le società non quotate, diverse da banche e microimprese, che emettono obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione.

¹⁵² In particolare, la Consob ha definito che gli investitori non professionali che possono sottoscrivere i Mini Bond, devono appartenere a una delle seguenti classi: investitori non professionali con un portafoglio complessivo di strumenti finanziari, inclusi i depositi in denaro pari a €250.000; investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno €100.000 in un’offerta; investitori non professionali che effettuano l’investimento nell’ambito della prestazione del servizio di gestione del portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

¹⁵³ Ad oggi le piattaforme ad aver ottenuto il nullaosta per l’emissione di titoli di debito sono: CrowdFoundMe, Funedra, Opstart, 2meet2biz, FirmAid, ReRoi, The Best Equity. La piattaforma più importante è Funedra.it che ha effettuato una raccolta totale di mini Bond pari a €44.390.000

¹⁵⁴ ExtraMOT PRO è un segmento del mercato ExtraMOT, attivo dal 2013, dedicato alla quotazione di vari strumenti finanziari, tra cui obbligazioni (anche convertibili), cambiali finanziarie, strumenti partecipativi e project bond. Questo segmento è stato creato specificamente per offrire alle Piccole e Medie Imprese (PMI) un accesso semplice, economico e flessibile ai mercati dei capitali.

¹⁵⁵ Borsa Italiana. “ExtraMOT PRO”.

<https://www.borsaitaliana.it/obbligazioni/formazione/extramotpro/extramotpro.htm>

¹⁵⁶ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). “La finanza alternativa per le PMI in Italia” Report sull’Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

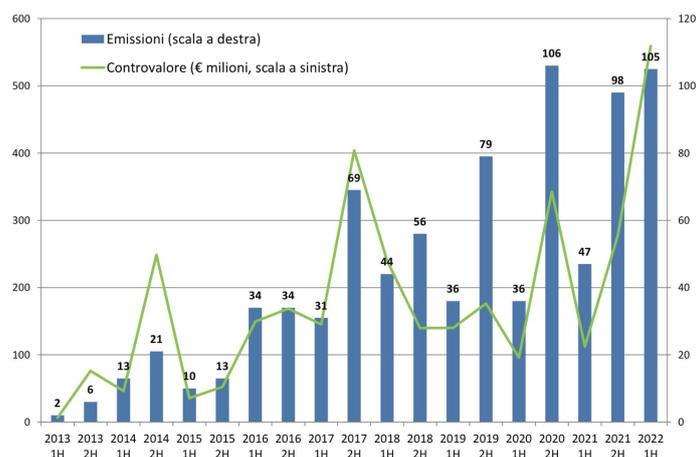


Figura 2: Numero di Mini Bond emessi e corrispondente controvalore totale da PMI in Italia
 Fonte: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). “La finanza alternativa per le PMI in Italia” Report sull’Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

3.1.2 L’INVOICE TRADING

L’Invoice Trading è uno dei comparti a più alto tasso di crescita in Italia di finanza alternativa per le PMI, lo stesso si è sviluppato in risposta al periodo post-crisi finanziaria del 2011, quando le imprese hanno iniziato a riscontrare numerose problematiche concernenti ritardi nei pagamenti da parte dei clienti, creando instabilità nel sistema economico. L’Invoice Trading consiste nella cessione, tipicamente di tipo pro-soluto, delle fatture emesse dalle PMI per beni e servizi venduti ad un cliente, con termine di pagamento stabilito. La PMI, al posto di aspettare il termine per poter ricevere il rimborso di quanto dovuto dal cliente, vende la fattura ad un’impresa che gestisce una piattaforma fintech, il cui ruolo è quello di controllare la documentazione necessaria, fornire un rating al titolo e immetterla in un “marketplace”, dove viene successivamente venduta ad un intermediario o ad un investitore professionale¹⁵⁷, ricevendo da subito gran parte del rimborso della stessa (80/90%)¹⁵⁸. L’intermediario o l’investitore, essendo la cessione di tipo pro-soluto, si assume

¹⁵⁷ La PMI vende la fattura al cessionario ad un prezzo scontato al tempo in cui la stessa viene emessa, e dunque ad un prezzo inferiore al suo valore nominale. Il guadagno del cessionario, dunque, consiste nella differenza fra il valore nominale del rimborso della fattura che riceve dal cliente e il valore scontato della fattura venduta dalla PMI

¹⁵⁸ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). “La finanza alternativa per le PMI in Italia” Report sull’Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

il rischio di credito del cliente della PMI e, una volta che riceve il pagamento, versa il saldo all'impresa¹⁵⁹.

Gli attori principali coinvolti nelle operazioni di Invoice Trading sono tre:

1. Il cliente, ovvero perlopiù piccole e medie imprese, con crediti di importi inferiori a €50.000
2. La società che gestisce la piattaforma fintech, che offre il servizio di “marketplace” gestito.
3. Il cessionario, ovvero un'impresa non finanziaria, un veicolo di cartolarizzazione, oppure un fondo di investimento alternativo.

Nel processo dell'Invoice Trading, l'obiettivo del cedente è quello di recuperare rapidamente liquidità dal credito scoperto, mentre il cessionario mira a generare un rendimento attraverso un investimento finanziario nell'economia reale, indipendente dalle fluttuazioni nei mercati finanziari. Le piattaforme di Invoice Trading aiutano le aziende a migliorare i loro flussi di cassa, garantendo pagamenti puntuali e tempestivi a dipendenti e fornitori e migliorando, di conseguenza, la posizione finanziaria netta. Queste piattaforme permettono inoltre di prevedere con precisione i flussi di cassa e monetizzare in anticipo i crediti, agevolando il reinvestimento a favore della crescita aziendale.

Secondo il “European Payment Report 2022” di Intrum¹⁶⁰, il problema dei ritardi nei pagamenti è ancora molto diffuso nelle imprese Europee. Durante tale studio, sono state intervistate un campione di imprese Europee, delle quali, il 41% ha affermato che i ritardi hanno impedito la crescita della loro società, mentre il 26% afferma che i pagamenti tardivi potrebbero presentare una minaccia per la solidità finanziaria dell'impresa.

In Italia, il 60% delle imprese si ritengono preoccupate per la solvibilità dei loro clienti ed il 41% pensa che questo possa rappresentare un ostacolo per la loro crescita futura.

¹⁵⁹ Trattandosi di una compravendita di un bene immateriale e non di un finanziamento, la natura giuridica dell'operazione si prefigura come quella di un negozio traslativo e non come quella di un negozio finanziario. Infatti, il cessionario verrà pagato a scadenza dal debitore ceduto e qualora ciò non accadesse il cessionario si riverrà sul debitore ceduto.

¹⁶⁰ [https://www.intrum.co.uk/business-solutions/reports-insights/reports/european-payment-report-2022/#:~:text=The%20European%20Payment%20Report%20\(EPR,and%2013th%20of%20April%202022.](https://www.intrum.co.uk/business-solutions/reports-insights/reports/european-payment-report-2022/#:~:text=The%20European%20Payment%20Report%20(EPR,and%2013th%20of%20April%202022.)

Attualmente, solo il 38,5%¹⁶¹ delle imprese Italiane rispetta i tempi di pagamento delle proprie fatture, creando un'atmosfera di incertezza per le imprese e generando potenziali rischi di instabilità sistemica. L'Invoice Trading, dunque, rappresenta una soluzione concreta per affrontare tali sfide e contribuire a un clima di maggiore sicurezza finanziaria per le imprese Italiane.

TOTALE	FY-2020	FY-2021	FY-2022	CAGR
Valore fatture acquistate (€ mln)	288,11	444,33	571,72	+40,9%
Numero fatture acquistate	5.332	7.475	11.416	+46,3%

Figura 3: valore e numero di fatture acquistate attraverso Invoice Trading con riferimento alle 3 principali piattaforme: CashMe, Whit-e, Workinvoice.

Fonte: Italia Fintech. (Febbraio 2023). "Invoice trading in Italia: analisi, opportunità e proposte".

https://www.italiafintech.org/wp-content/uploads/2023/02/POSITION-PAPER-INVOICE-TRADING_rev4.pdf

3.1.3 IL DIRECT LENDING

Il Direct Lending è un metodo di finanziamento diretto, attraverso cui, entità finanziarie non bancarie, quali, tipicamente, i fondi di investimento alternativi (FIA)¹⁶², concedono prestiti a medio-lungo termine alle piccole e medie imprese per sostenere lo sviluppo di progetti di crescita o per finanziare il credito.

Il settore del Direct Lending sta vivendo una rapida espansione a livello globale, con il mercato statunitense come leader e un notevole incremento delle operazioni in Europa. Un'indagine di Deloitte¹⁶³ ha rilevato un incremento del 33% delle operazioni in Europa nel secondo semestre del 2021 e dell'81% rispetto allo stesso periodo del 2020.

In Italia, il Direct Lending è stato introdotto tramite il Decreto-Legge 2016/18¹⁶⁴, che stabilisce le procedure operative per la concessione dei prestiti da parte dei Fondi di Investimento Alternativi

¹⁶¹ Italia Fintech. (Febbraio 2023). "Invoice trading in Italia: analisi, opportunità e proposte".

https://www.italiafintech.org/wp-content/uploads/2023/02/POSITION-PAPER-INVOICE-TRADING_rev4.pdf

¹⁶² I fondi di investimento alternativo o FIA sono stati introdotti tramite la Direttiva Europea 2011/61/UE (AIFMD) che li definisce come: "l'organismo di investimento collettivo che raccoglie capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in asset e strategie diverse dai tradizionali fondi comuni, includendo private equity, hedge fund, immobili e altre classi di attività non convenzionali in conformità di una politica di investimento ben definita a beneficio degli investitori.

¹⁶³ Deloitte. (Aprile 2022). "Alternative lender deal tracker".

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-aldt-spring-2022.pdf>

¹⁶⁴ <https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/02/15/16G00025/sg%20>

(FIA) Italiani ed esteri. Tale decreto ha apportato modifiche al Testo Unico della Finanza (TUF) tramite gli articoli 46-bis, 46-ter e 46-quarter. Il primo articolo regola l'attività di investimento in crediti da parte dei FIA Italiani sotto forma di erogazione diretta di finanziamenti, mentre il secondo riguarda l'attività di investimento in crediti da parte dei FIA Europei, sia tramite erogazione diretta di finanziamenti che mediante acquisto di crediti. Infine, il terzo articolo stabilisce che i FIA Italiani ed esteri siano soggetti alle norme sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con la clientela, nonché alla disciplina sanzionatoria prevista dal Testo Unico Bancario (TUB).

Le piccole e medie imprese Italiane traggono vantaggio dal Direct Lending, in quanto si adatta alle esigenze di imprese che non possono sostenere costi fissi elevati nell'accesso al mercato mobiliare. Grazie al Direct Lending, le PMI hanno maggiori opportunità di ottenere finanziamenti, promuovendo così un incremento degli investimenti nelle loro attività.

Le transazioni di Direct Lending a beneficio delle PMI stanno vivendo una costante crescita. È interessante notare che tra il primo semestre del 2021 e il primo semestre del 2022, tali operazioni hanno registrato un incremento del 55%.

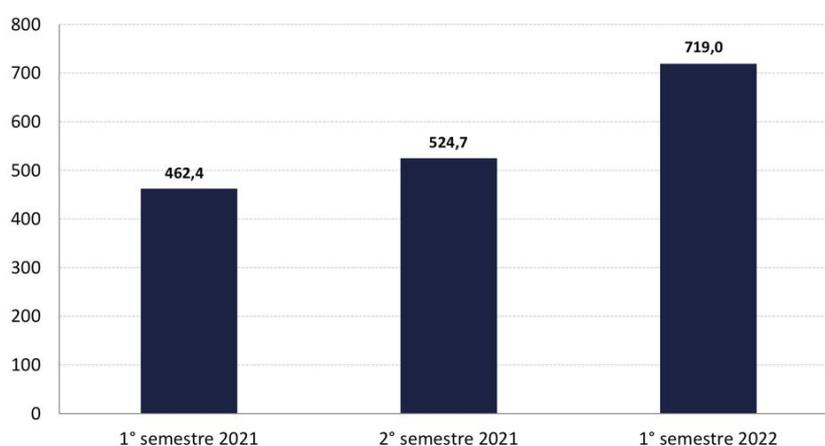


Figura 4: flusso stimato degli investimenti di direct lending nelle PMI Italiane

Fonte: Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). "La finanza alternativa per le PMI in Italia" Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

Il Direct Lending offre numerosi vantaggi alle imprese, tra cui, una maggiore rapidità nell'erogazione di finanziamenti¹⁶⁵ rispetto al circuito bancario tradizionale ed una maggiore personalizzazione degli accordi¹⁶⁶ fra le parti. Inoltre, questo processo consente alle imprese di diversificare le fonti di finanziamento, riducendo i rischi connessi allo stesso.

I tassi di interesse applicati sono spesso più alti rispetto ai prestiti bancari, il che può rappresentare uno svantaggio per alcune imprese. Tuttavia, le PMI incontrano spesso difficoltà nell'accesso al credito a causa dell'instabilità del loro patrimonio¹⁶⁷. Di conseguenza, il problema principale con cui si scontrano non è tanto pagare dei tassi di interesse più elevati, quanto piuttosto, l'impossibilità di accedere al finanziamento a causa di fattori strutturali. Il Direct Lending, quindi, può rappresentare una valida alternativa per le PMI che altrimenti incontrerebbero difficoltà nell'ottenere finanziamenti attraverso i circuiti bancari tradizionali, promuovendone la crescita e lo sviluppo e favorendo la nascita di imprese aventi un maggior grado di innovazione.

3.2 IL CROWDFUNDING

Il Crowdfunding consiste nella ricerca di finanziamenti tramite una piattaforma online, per un'iniziativa, rivolgendosi alla "folla" piuttosto che a canali distributivi tradizionali come banche e intermediari professionali. La Commissione Europea definisce il Crowdfunding come:

*“un'alternativa emergente di finanziamento che connette coloro che possono dare, prestare o investire denaro con coloro che necessitano dei finanziamenti per dei progetti specifici”*¹⁶⁸. Inoltre,

la Commissione Europea sottolinea due elementi chiave del Crowdfunding: la partecipazione del

¹⁶⁵ Le istituzioni finanziarie non bancarie possono approvare finanziamenti in tempi più brevi rispetto alle banche tradizionali, poiché non sono soggette alle stesse normative e requisiti di capitale. Inoltre, tali istituzioni sono generalmente più agili e si adattano rapidamente alle esigenze delle imprese. Secondo il report di Deloitte (2018), il processo di approvazione del direct landing può essere completata in poche settimane, mentre i prestiti bancari possono richiedere diversi mesi

¹⁶⁶ Il direct lending consente la creazione di accordi su misura per le esigenze specifiche delle imprese, con termini e condizioni flessibili

¹⁶⁷ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). *“La finanza alternativa per le PMI in Italia”* Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

¹⁶⁸ Commissione Europea. (n.d). *“Crowdfunding”*. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/crowdfunding_en

pubblico (crowd) e le piattaforme mediante le quali avvengono le operazioni, che mettono in contatto direttamente i prenditori e i datori di fondi.

Esistono quattro tipologie di Crowdfunding:

1. Donation-based Crowdfunding¹⁶⁹: prevede donazioni generalmente a carattere benefico, culturale o sociale, ad un progetto o ad un'organizzazione, attraverso dei portali online. Generalmente non sono previsti ritorni economici per il donatore.
2. Reward-based Crowdfunding¹⁷⁰: è una forma di raccolta fondi in cui gli individui sostengono un progetto o un'impresa in cambio di una ricompensa, avente carattere materiale e non sottoforma di denaro. Solitamente tale ricompensa è legata al prodotto o servizio che il progetto mira a sviluppare.
3. Investment-based Crowdfunding: consiste in una forma di raccolta fondi in cui gli individui investono in progetti o imprese attraverso l'emissione di quote di capitale sociale o titoli di debito (equity o debt crowdfunding)
4. Lending-based Crowdfunding o peer-to-peer lending: attraverso tale meccanismo, gli individui prestano denaro a famiglie o imprese attraverso una piattaforma online. In tal caso, gli investitori ricevono come ricompensa gli interessi su quanto prestato, come avviene per i normali prestiti bancari.

Tuttavia, esistono anche altre tipologie di Crowdfunding dati da forme ibride, composte da combinazioni delle precedenti.

¹⁶⁹ Un esempio di donation-based crowdfunding è il progetto “The Ocean Cleanup”, promosso dalla piattaforma Kickstarter. Nel 2014, è stata lanciata una raccolta fondi per il primo prototipo tecnologico di pulizia oceanica. La campagna ha ottenuto un enorme successo, raccogliendo oltre 2 milioni di dollari da 38.000 donatori provenienti da 160 paesi. <https://theoceancleanup.com/milestones/crowd-funding-campaign/>

¹⁷⁰ Un esempio di reward-based crowdfunding è il progetto “Pebble Smartwatch”, promosso dalla piattaforma Kickstarter. Nel 2012, la società ha lanciato uno dei primi progetti di smartwatch sul mercato, per finanziare tale progetto, ha lanciato una raccolta fondi mediante la quale ha raccolto oltre 20 milioni di dollari da più di 78.000 investitori. Le ricompense offerte consistevano in prototipi dello smartwatch e, a seconda della contribuzione, altri premi riguardante lo stesso. <https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-time-awesome-smartwatch-no-compromises>

Esistono vari portali di Crowdfunding, attraverso i quali i proponenti presentano le loro campagne, e gli utenti possono valutarle, esaminarle e decidere se finanziarle. La raccolta può avvenire secondo due approcci¹⁷¹:

- “Take it all”: in questo modello, gli ideatori del progetto possono riscuotere il denaro raccolto indipendentemente dal raggiungimento o meno dell’obiettivo prefissato. Dunque, anche se la somma raccolta non raggiunge il traguardo stabilito, gli ideatori avranno comunque accesso ai fondi per proseguire il progetto
- “All or nothing”: tale approccio prevede che gli ideatori del progetto possano riscuotere i fondi solamente se l’obiettivo di raccolta prefissato viene raggiunto. Se la quota stabilita non viene raggiunta entro il termine della campagna, i fondi vengono restituiti agli investitori e il progetto non riceve alcun finanziamento.

L’accesso ai portali di Crowdfunding offre alle PMI una serie di vantaggi che vanno oltre il semplice sostegno economico. Tra questi, si evidenziano benefici strutturali e di supporto, poiché le piattaforme spesso mettono a disposizione servizi e risorse aggiuntive, fra cui: servizi di consulenza, fornendo supporto nella definizione del piano di impresa, e competenze specifiche, poiché mettono a disposizione degli ideatori dei progetti degli esperti in vari settori che possono aiutare le PMI a sviluppare le loro strategie e competenze, fornendo networking, visibilità e promozione.

La dimensione del mercato mondiale del Crowdfunding è stata valutata a 1,67 miliardi di dollari nel 2022 e si prevede che crescerà con un tasso annuo composto (CGAR) del 16,7% dal 2023 al 2030.¹⁷²

¹⁷¹ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). “*La finanza alternativa per le PMI in Italia*” Report sull’Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

¹⁷² Grand View Research. “*Crowdfunding Market Size, Share & Trends Analysis Report by Type (Reward-based, Equity-based, Donation-based, Lending-based), By End Use (Non-Profit Organizations, Healthcare, Small Businesses, Individuals), By Region, And Segment Forecasts, 2023 – 2030*”. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/crowdfunding-market-report/request/rs15>

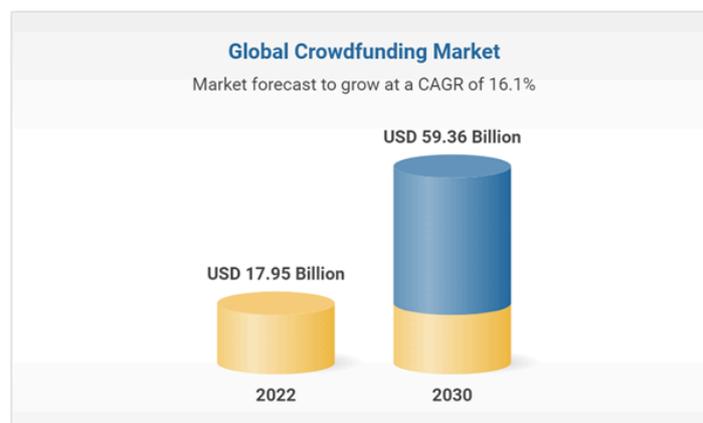


Figura 5: Forecast del volume mondiale di transazioni attraverso le maggiori piattaforme di crowdfunding
Fonte: Grand View Research. “Crowdfunding Market Size, Share & Trends Analysis Report by Type (Reward-based, Equity-based, Donation-based, Lending-based), By End Use (Non-Profit Organizations, Healthcare, Small Businesses, Individuals), By Region, And Segment Forecasts, 2023 – 2030”. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/crowdfunding-market-report/request/rs15>

Un fattore cruciale nella crescita del mercato del Crowdfunding è l’incremento delle attività di raccolta fondi attraverso i social media¹⁷³, sfruttando piattaforme come Facebook, Twitter, Reddit, Instagram e LinkedIn. Questi canali consentono una maggiore visibilità e interazione fra investitori e promotori di progetti, facilitando la diffusione delle campagne e l’attrazione di finanziamenti.

Parallelamente, l’innovazione tecnologica nelle piattaforme di Crowdfunding ha un ruolo determinante nella sua evoluzione. L’intelligenza artificiale e le tecnologie di apprendimento automatico vengono implementate per migliorare l’efficienza del mercato e fornire strumenti utili per avviare campagne online, prevedere il comportamento degli investitori e creare contenuti innovativi, rilevare fondi, mostrare annunci mirati e verificare l’identità dei promotori delle campagne.

La pandemia di COVID-19 ha avuto un impatto positivo sulla crescita del mercato del Crowdfunding¹⁷⁴, poiché le piccole e medie imprese hanno ricorso a tali piattaforme per garantire la continuità dei loro progetti. Durante questo periodo si è inoltre verificato un aumento di donazioni online a livello globale.

¹⁷³ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). “La finanza alternativa per le PMI in Italia” Report sull’Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

¹⁷⁴ Specialmente per quanto concerne campagne di donazioni per trattamenti ospedalieri, ossigeno e macchinari per mantenere in vita i soggetti colpiti dal virus. Nel 2021 si sono infatti registrate 400.000 donazioni a favore di tale scopo.

Il mercato del Crowdfunding è governato dal Nord America¹⁷⁵ rappresentando oltre il 29% della quota di fatturato globale nel 2022. Questo è dovuto alla presenza di attori chiave nel settore, come Kickstarter¹⁷⁶, Indiegogo¹⁷⁷ e Patreon¹⁷⁸.

In Europa invece, il mercato del Crowdfunding risulta meno sviluppato rispetto alle altre economie mondiali. Per molti anni il maggiore ostacolo affrontato dalle piattaforme che cercavano di offrire servizi a livello transfrontaliero è stata la mancanza di regole comuni e requisiti di licenza divergenti¹⁷⁹. Tale situazione ha comportato elevati costi di conformità e operativi¹⁸⁰, ostacolando l'ampliamento delle piattaforme di Crowdfunding. Di conseguenza, le piccole e medie imprese avevano minori opportunità di finanziamento a disposizione. Inizialmente, i primi operatori di Lending Crowdfunding erano autorizzati dalla Banca d'Italia come intermediari finanziari ex. Art.106 TUB ed erogavano prestiti esclusivamente a persone fisiche. Con l'entrata in vigore della Direttiva Europea 2007/64/EU (PSD1), le piattaforme di Crowdfunding sono state inquadrare come istituti di pagamento, incentivando così la creazione di nuovi operatori.

Infine, nel 2020 è stato emanato il Regolamento sui Fornitori di Servizi di Crowdfunding Europei (ECSP) per le imprese (UE 2020/1503). Questo regolamento introduce un framework comune in tutta l'Unione Europea per la fornitura di servizi di Equity Crowdfunding e Social Lending. Fra le novità principali del regolamento troviamo: la costituzione di un registro presso l'ESMA, dove

¹⁷⁵ Grand View Research. “*Crowdfunding Market Size, Share & Trends Analysis Report by Type (Reward-based, Equity-based, Donation-based, Lending-based), By End Use (Non-Profit Organizations, Healthcare, Small Businesses, Individuals), By Region, And Segment Forecasts, 2023 – 2030*”. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/crowdfunding-market-report/request/rs15>

¹⁷⁶ Piattaforma basata sul reward-based crowdfunding, si concentra su progetti creativi come film, fumetti, design e tecnologia. Attraverso tale piattaforma sono stati finanziati circa 236.825 progetti finanziari, e sono stati raccolti oltre 8 miliardi di dollari da oltre 86 milioni di contribuenti (<https://www.kickstarter.com/>)

¹⁷⁷ Piattaforma basata sul reward-based crowdfunding, tuttavia è più flessibile di Kickstarter, in termini di accettazione di progetti (<https://www.indiegogo.com/>)

¹⁷⁸ Piattaforma che permette ai creatori di contenuti, quali artisti, musicisti, podcaster e youtuber di ricevere finanziamenti regolari dai loro sostenitori. In cambio i creatori offrono loro dei vantaggi, quali, ad esempio, l'accesso anticipato ai contenuti.

¹⁷⁹ Commissione Europea. (n.d.). “*Crowdfunding*”. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/crowdfunding_en

¹⁸⁰ I costi di conformità si riferiscono alle spese sostenute per rispettare le leggi e i regolamenti del settore. Nel contesto del crowdfunding in Europa, questi costi possono essere elevati a causa della diversità di normative nei vari paesi. I costi operativi sono invece, le spese quotidiane necessarie per gestire un'azienda. Per le piattaforme di crowdfunding transfrontaliere, queste spese possono essere elevate a causa della necessità di gestire operazioni in più paesi con regolamenti diversi.

vengono registrate le piattaforme di Crowdfunding autorizzate dai paesi membri, l'ammissione di imprese diverse dalle PMI, l'introduzione di un documento informativo standardizzato (Key Investment Information Sheet), l'obbligo di valutazione dell'adeguatezza rafforzata e, infine, viene imposto un limite massimo di raccolta per progetto di cinque milioni di euro l'anno.¹⁸¹ Le nuove normative dovrebbero incrementare la disponibilità di questa forma innovativa di finanziamento, fornendo un quadro normativo basato su regole chiare riguardanti la divulgazione di informazioni per i titolari di progetti e le piattaforme di Crowdfunding, la governance e la gestione dei rischi delle piattaforme, e poteri di supervisione armonizzati per le autorità nazionali incaricate di monitorare il funzionamento delle piattaforme di Crowdfunding.

Dal 10 novembre 2021, tali normative sono entrate in applicazione direttamente in tutta l'Unione Europea. Entro il 10 novembre del 2023 tutte le piattaforme precedentemente autorizzate in base alla vecchia legislazione dei paesi membri dell'UE dovranno ottenere una nuova autorizzazione in conformità con la nuova regolamentazione per poter continuare ad operare¹⁸².

La CONSOB e la Banca d'Italia sono state designate come autorità competenti per l'autorizzazione e la supervisione dei prestatori dei servizi di investimento attraverso le piattaforme di Crowdfunding. Negli Stati Uniti, il Crowdfunding è regolamentato al fine di proteggere gli investitori non professionali e garantire un ambiente di investimento sicuro e trasparente.

A differenza di ciò che accade in Europa, negli Stati Uniti, la Securities and Exchange Commission (SEC) ha regolamentato il Crowdfunding attraverso il Jobs Act, che permette alle imprese di raccogliere fino a cinque milioni di dollari all'anno tramite campagne di Crowdfunding. Queste restrizioni e regolamentazioni favoriscono la crescita delle start-up e facilitano l'accesso a nuove fonti di finanziamento, offrendo un'alternativa ai metodi tradizionali contribuendo alla crescita economica e all'innovazione. In entrambi i paesi, la presenza di una regolamentazione specifica di

¹⁸¹ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). *“La finanza alternativa per le PMI in Italia”* Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

¹⁸² Commissione Europea. (n.d). *“Crowdfunding”*. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/crowdfunding_en

un ambiente normativo chiaro e prevedibile ha consentito alle piattaforme di operare in modo efficiente e trasparente, rendendo il Regno Unito e gli Stati Uniti leader nel settore del Crowdfunding. Il maggiore fornitore di servizi di Crowdfunding in Europa è il Regno Unito, grazie alla presenza di numerose piattaforme di successo che coprono diverse tipologie di raccolta fondi. Tra le più note nel panorama britannico sono GoFoundMe¹⁸³, Seedrs¹⁸⁴ e Crowdcube¹⁸⁵.

3.2.1 LENDING-BASED CROWDFUNDING O PEER-TO-PEER LENDING

Il Lending-Based Crowdfunding (LBC) è un canale di finanziamento attraverso il quale le famiglie e le piccole imprese ricevono finanziamenti direttamente da una moltitudine di investitori¹⁸⁶.

L'incontro tra domanda e offerta avviene attraverso le piattaforme online che facilitano la connessione fra i richiedenti di prestiti e gli investitori.

Il Lending-Based Crowdfunding offre alle famiglie e alle imprese la possibilità di ottenere fonti di finanziamento e permette agli investitori di diversificare loro portafogli.

Attraverso questo meccanismo, i finanziatori e i prenditori di fondi stipulano un contratto di debito in cui i primi forniscono il finanziamento ed i secondi, si impegnano a restituire il capitale maggiorato di un tasso di interesse entro un periodo stabilito. I soggetti finanziati sono normalmente famiglie e piccole medie imprese, mentre gli investitori possono essere singoli, società di gestione patrimoniali, investitori istituzionali o banche. Le piattaforme utilizzano vari modelli per agevolare l'interazione fra domanda e offerta, ma seguono tutte un processo simile. Le stesse raccolgono richieste di finanziamento dai debitori e, successivamente, li selezionano sulla base dei loro rating

¹⁸³ Piattaforma di donation-based crowdfunding che permette a persone e organizzazioni di raccogliere fondi per cause personali, come spese mediche, istruzione, eventi sportivi, emergenze e altre necessità finanziarie. (<https://www.gofundme.com/en-au>).

¹⁸⁴ Piattaforma di investment-based crowdfunding che permette alle PMI e startup la possibilità di raccogliere finanziamenti in cambio di partecipazioni azionarie. Tramite tale piattaforma sono stati raccolti oltre 2.4 miliardi di dollari da parte di PMI, necessari per il loro finanziamento (<https://www.seedrs.com/>).

¹⁸⁵ Molto simile a Seedrs, si tratta di una piattaforma di investment-based crowdfunding che consente a startup e PMI la possibilità di raccogliere finanziamenti in cambio di partecipazioni azionarie. Consente anche di investire tramite mini-bond, offrendo agli investitori un rendimento fisso. (<https://www.crowdcube.eu/>).

¹⁸⁶ Tale forma di finanziamento, è utile perlopiù a famiglie e piccole imprese, per poter ottenere fondi per il consumo o per l'esercizio dell'attività di impresa, poiché gli stessi, non avendo un elevato merito creditizio, e non potendo accedere al mercato dei capitali, hanno più difficoltà ad ottenere finanziamenti.

creditizi. Gestiscono i flussi di pagamento tra debitori e investitori attraverso processi standardizzati, automatizzati e prevalentemente digitali. Infine, ottengono un compenso sotto forma di commissione¹⁸⁷.

In merito ai rapporti con i debitori, i finanziamenti erogati prendono generalmente la forma di mutui a tasso fisso compresi fra mille a un milione di euro, con durate che variano da pochi mesi fino a cinque anni. Spesso è possibile estinguere anticipatamente il prestito senza costi aggiuntivi, e solitamente non richiedono garanzie. Tuttavia, recentemente si è assistito a una crescente diffusione di prestiti garantiti, principalmente per l'acquisto di immobili residenziali.

Le modalità principali di erogazione crediti da parte delle piattaforme di Lending-Based Crowdfunding¹⁸⁸ includono:

- Acquisto di quote di un fondo di investimento: in questo modello di recente introduzione, i finanziatori acquistano quote di un fondo che finanzia i prestiti tramite la piattaforma. Tale approccio è adottato da diverse piattaforme in diversi paesi, fra cui le principali sono October¹⁸⁹ e Lendix¹⁹⁰.
- Tasso di interesse fisso basato sul rating: la piattaforma fissa il tasso di interesse, e gli investitori selezionano i debitori e gli importi da finanziare. Spesso, le piattaforme offrono la ripartizione automatica dell'investimento in base al profilo rischio-rendimento; attraverso lo stesso sono determinati anche la durata e l'ammontare complessivo del prestito. Le piattaforme che utilizzano questo modello sono LendingClub¹⁹¹, Prosper¹⁹² e Mintos¹⁹³

¹⁸⁷ Proporzionale all'importo del debito e dell'investimento

¹⁸⁸ Bofondi M. (Marzo 2017). *"Il lending-based crowdfunding: Opportunità E Rischi."* Questioni di Economia e Finanza - Banca d'Italia.

¹⁸⁹ Prima piattaforma Europea di prestito per le piccole medie imprese, in totale ha raccolto oltre 900 milioni di euro finanziando oltre 3000 progetti.

¹⁹⁰ La forma attiva in Francia, Spagna e Italia, si occupa del finanziamento di piccole e medie imprese

¹⁹¹ Piattaforma statunitense che eroga finanziamenti personali in tutto il mondo. Tramite la stessa sono stati finanziati più di 4 milioni di individui, per un totale di 80 miliardi di dollari.

¹⁹² Piattaforma australiana dedicata alle questioni sociali.

¹⁹³ Piattaforma leader in Europa per investire in prestiti. Attraverso tale piattaforma ci sono oltre 500.000 utenti registrati e dal 2015 sono stati investiti 8,8 miliardi di euro

- Selezione automatica dei debitori: La piattaforma sceglie direttamente i debitori, in base alle indicazioni dei finanziatori in termini di durata e profilo rischio-rendimento. Normalmente, tale tipologia di prestiti è garantita da un fondo di salvaguardia.
- Asta competitiva: la piattaforma o il debitore stabiliscono un tasso di interesse di riferimento e gli investitori offrono quote di debito che sono disposti a finanziare e il tasso di interesse. Il debitore paga una media ponderata dei tassi offerti. Tale modello è ritenuto però troppo complesso e dunque è stato abbandonato da molte piattaforme.

I principali rischi sono di solito a carico dei finanziatori¹⁹⁴. Un aumento di tassi di insolvenza può però danneggiare la reputazione delle piattaforme, per questo, alcune mitigano il rischio di credito attraverso un fondo di salvaguardia o finanziando una parte di prestiti con il proprio capitale.

Il rischio di liquidità viene invece affrontato offrendo all'investitore la possibilità di cedere contratti di debito tramite un mercato secondario.

Le piattaforme di Lending-Based Crowdfunding, sfruttando le nuove tecnologie, forniscono servizi simili a quelli delle banche tradizionali, ma con una maggiore efficienza e convenienza. Il Lending-Based Crowdfunding offre servizi di valutazione del merito creditizio, diversificazione degli investimenti e liquidità direttamente attraverso la piattaforma, eludendo le banche tradizionali. Tale processo comporta una riduzione dei costi, poiché utilizzando canali distributivi digitali, si elimina la necessità di mantenere una rete fisica di sportelli bancari. Questo porta ad una contrazione dei costi operativi e consente di offrire finanziamenti a condizioni più vantaggiose rispetto alle banche.

Il Lending-Based Crowdfunding comporta anche una maggiore efficienza e accessibilità:

L'efficienza è garantita dalla digitalizzazione del processo di erogazione del credito, che riduce il tempo tra la richiesta di finanziamento e l'effettiva concessione del prestito. Per quanto concerne l'accessibilità, consente alle piccole e medie imprese e alle famiglie di accedere a finanziamenti che

¹⁹⁴ Bofondi M. (Marzo 2017). "Il lending-based crowdfunding: Opportunità E Rischi." *Questioni di Economia e Finanza - Banca d'Italia*.

potrebbero essere altrimenti difficili da ottenere attraverso il sistema bancario tradizionale. Tuttavia, è necessario tener conto anche degli svantaggi legati al Lending-Based Crowdfunding, fra cui figura la standardizzazione dei contratti di investimento, che limita le capacità delle piattaforme di offrire finanziamenti flessibili.

In Europa, il mercato del Lending-Based Crowdfunding è meno sviluppato rispetto agli Stati Uniti, ma presenta ampi margini di crescita. Alla data del 30/06/2022 risultavano operative trenta piattaforme di Lending-Based Crowdfunding in Italia¹⁹⁵, di queste, venti sono focalizzate nell'ambito dell'immobiliare. Il valore cumulato delle piattaforme non immobiliari risulta pari a € 273 milioni. La piattaforma leader è "October" che opera in Italia, Spagna e Olanda, il cui valore cumulato risulta essere pari a € 242,9 milioni. Per quanto concerne invece le piattaforme concentrate nell'ambito immobiliare, figurano finanziamenti cumulati per un totale di € 176,5 milioni. La piattaforma leader è "Rendimento Etico" che ha raccolto 150 campagne per un totale di € 54,8 milioni.¹⁹⁶

Il capitale raccolto attraverso queste piattaforme è in crescita, ma ancora modesto rispetto ad altri mercati internazionali. Diverse ragioni spiegano il tardivo sviluppo di tale mercato, tra cui la cultura finanziaria, che in Italia è meno orientata verso il mercato rispetto ad altri paesi ed una maggiore riluttanza degli investitori, in un contesto prevalentemente bancocentrico. Un'ulteriore problematica è dovuta alla dimensione del mercato del finanziamento alternativo Europeo, più piccola rispetto a quella di Stati Uniti, e il livello di innovazione, dovuto al fatto che l'ecosistema imprenditoriale Europeo risulta essere meno sviluppato rispetto a quello degli altri paesi, il che potrebbe tradursi in minori opportunità per le piattaforme. Nonostante queste sfide, il mercato Europeo presenta comunque ampi margini di crescita¹⁹⁷. Inoltre, lo sviluppo di un ecosistema imprenditoriale più

¹⁹⁵ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). "La finanza alternativa per le PMI in Italia" Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

¹⁹⁶ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). "La finanza alternativa per le PMI in Italia" Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

¹⁹⁷ Bofondi M. (Marzo 2017). "Il lending-based crowdfunding: Opportunità E Rischi." Questioni di Economia e Finanza - Banca d'Italia.

solido in Europa potrebbe portare un maggior numero di opportunità per le piattaforme. Il Lending-Based Crowdfunding potrebbe diventare un'opzione di finanziamento sempre più importante per settori emergenti come la green economy e la tecnologia.

3.2.2 INVESTMENT-BASED CROWDFUNDING O EQUITY CROWDFUNDING

L'Investment-Based Crowdfunding (o Equity Crowdfunding) è un metodo innovativo di raccolta fondi che consente a start-up, imprese e progetti, di reperire capitali attraverso l'investimento di un gran numero di individui, solitamente attraverso l'utilizzo di piattaforme dedicate. In questa forma di Crowdfunding, gli investitori ricevono partecipazioni azionarie o titoli di debito dell'impresa o del progetto a fronte del loro investimento, con la prospettiva di un ritorno finanziario nel tempo.¹⁹⁸ Tale tipologia di Crowdfunding differisce dal Lending-Based Crowdfunding per la natura dell'investimento e il meccanismo di remunerazione degli investitori. Nell'Investment-Based Crowdfunding, gli investitori acquistano quote di proprietà o partecipazione di una società, start-up o progetto imprenditoriale, divenendo così azionisti e avendo diritto ad una quota degli utili generati. Nel Lending-Based Crowdfunding, invece, gli investitori erogano prestiti a imprese o individui, ma gli stessi non diventano azionisti, piuttosto prestatori di capitale; in tal caso ricevono un rendimento sotto forma di interessi pagati sul prestito, secondo un piano di ammortamento prestabilito.

Nel corso degli ultimi anni, l'Equity Crowdfunding ha conosciuto una rapida crescita, in diverse aree geografiche, fra cui Italia, l'Inghilterra e gli Stati Uniti, dando vita a numerose start-up di successo grazie ai capitali raccolti tramite tali piattaforme. Questo dimostra che tale modalità di finanziamento può essere una soluzione efficace per sostenere l'innovazione e la crescita

¹⁹⁸ CONSOB. (n.d). “*Crowdfunding*”. <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#:~:text=Si%20parla%20di%20%22equity%2Dbased,derivano%20dalla%20partecipazione%20nell'impresa.>

economica. Le piattaforme di Equity Crowdfunding possono apportare numerosi benefici¹⁹⁹ sia alle start-up che agli investitori. Per le start-up, esse rappresentano un'opportunità per ottenere finanziamenti senza dover affrontare il processo burocratico e dispendioso dei prestiti bancari. Per gli investitori, invece, offrono la possibilità di sostenere progetti innovativi e potenzialmente redditizi, contribuendo alla crescita economica e alla creazione di nuovi posti di lavoro. L'Equity Crowdfunding è un fenomeno in rapida espansione che sta cambiando il modo in cui le start-up raccolgono i fondi e gli investitori partecipano al finanziamento di nuove imprese. Sebbene comporti alcuni rischi²⁰⁰, offre notevoli opportunità per sostenere l'innovazione e la crescita economica.

In Italia, l'Investment-Based Crowdfunding è regolamentato dalla CONSOB²⁰¹, l'ente responsabile dell'introduzione di specifiche norme e requisiti per le piattaforme di Crowdfunding e per gli operatori coinvolti. Le piattaforme Italiane devono essere iscritte in un apposito registro tenuto dalla CONSOB e rispettare una serie di obblighi in termini di trasparenza, gestione di fondi e protezione degli investitori²⁰². Tra questi obblighi vi è la necessità di offerte specifiche, nonché il riconoscimento del diritto di recesso degli investitori non professionali entro sette giorni. Per gli investitori retail, sono previste ulteriori precauzioni²⁰³. Le piattaforme devono garantire che tali investitori comprendano i rischi associati agli investimenti proposti attraverso un questionario di adeguata conoscenza. Inoltre, gli investitori devono dichiarare di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale perdita derivante dall'investimento. Le piattaforme Italiane sono tenute a comunicare periodicamente alla CONSOB le informazioni relative alle loro attività,

¹⁹⁹ CONSOB. (n.d). "crowdfunding". Disponibile presso: <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#:~:text=Si%20parla%20di%20%22equity%2Dbased,derivano%20dalla%20partecipazione%20nell'impresa.>

²⁰⁰ Fra i rischi figurano quelli tipicamente connessi alle start-up, fra cui il rischio di perdita del capitale o di mancata distribuzione dei dividendi

²⁰¹ Macchiavello, E. (Gennaio 2015). "*Peer-to-peer lending e informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*".

²⁰² In particolare, le piattaforme devono essere gestite da banche o imprese di investimento autorizzate e registrate presso la CONSOB; le campagne devono essere proposte da PMI e infine, l'ammontare dell'offerta non deve superare €8 milioni

²⁰³ Serafin, G. (Giugno 2019). "*Fintech: tra piattaforme di crowdfunding, valute virtuali e contrasto del riciclaggio*". "Ricerche Giuridiche", Vol.8, No.1 pp. 6-23.

strutture e operatività tramite una relazione annuale. Un'ulteriore disposizione prevede che almeno il 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritto da investitori professionali²⁰⁴.

Tuttavia, è necessario sottolineare che investire in start-up innovative comporta dei rischi economici maggiori rispetto agli investimenti tradizionali. La decisione di investire si basa su elementi emotivi piuttosto che razionali, poiché le start-up, essendo nuove e senza storia o risultati offrono solamente un'idea e un progetto. Pertanto, non è possibile per l'investitore valutare effettivamente la capacità di tale impresa di generare reddito.

Inoltre, dato che tali start-up operano in settori innovativi, il rischio che il progetto imprenditoriale fallisca è superiore rispetto alle società già consolidate, di conseguenza, aumenta anche il rischio per gli investitori di perdere l'intero capitale investito. Inoltre, le start-up iscritte all'interno dell'albo detenuto dalla CONSOB, non possono distribuire gli utili fino a quattro anni dalla loro costituzione, poiché gli stessi devono essere reinvestiti nella società. Infine, le quote di partecipazione presentano un'elevata illiquidità, in quanto il decreto "Crescita Bis"²⁰⁵ vieta la loro negoziazione nei mercati organizzati per un determinato periodo.

Alla data del 30/06/2022 in Italia sono state censite 1055 campagne di Equity Crowdfunding²⁰⁶, di cui 799 sono quelle di successo, per un ammontare totale di € 429,04 milioni.

Negli ultimi anni il mercato dell'Equity Crowdfunding ha conosciuto una rapida crescita. Tuttavia, nel 2022 è stato registrato un lieve calo rispetto al 2021, dove si è avuto il picco massimo dell'espansione del Crowdfunding, con 215 progetti registrati con successo. I principali portali di Equity Crowdfunding attivi in Italia includono MamaCrowd, con una raccolta totale di €83,61 milioni, CrowdFoundMe, tramite la quale sono stati raccolti oltre €70 milioni e infine, Walliance,

²⁰⁴ CONSOB. (n.d). "Crowdfunding". <https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding#:~:text=Si%20parla%20di%20%22equity%2Dbased,derivano%20dalla%20partecipazione%20nell'impresa.>

²⁰⁵ Decreto-legge del 30/04/2019 n. 34;

<https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getSommario&id=%7B8864588C-5D11-4422-8348-769ECF7E8AD4%7D>

²⁰⁶ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). "La finanza alternativa per le PMI in Italia" Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

che ha raccolto in totale €24,96 milioni. Circa 730 imprese hanno partecipato alle campagne, la metà delle quali avente sede legale nel nord Italia. Le start-up innovative rappresentano il 56%, mentre le PMI il 32%.

3.3 PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Si definisce il Private Equity come “*attività di investimento istituzionale in capitale di rischio di aziende non quotate caratterizzate da un elevato potenziale di sviluppo*”²⁰⁷.

Il Private Equity è una forma di finanziamento a medio-lungo termine in imprese non quotate ad alto potenziale di sviluppo e crescita, effettuato principalmente da investitori istituzionali.

Un'impresa che ha un progetto innovativo e necessita di un finanziamento può rivolgersi al settore del Private Equity come soluzione per sostenere la crescita e lo sviluppo del progetto. Dopo aver identificato le esigenze di finanziamento, l'impresa può iniziare la ricerca di potenziali investitori. I principali investitori sono fondi di Private Equity²⁰⁸ ed investitori istituzionali. Una volta individuati gli investitori, l'impresa deve preparare un business plan dettagliato ed un documento di presentazione che evidenzia i punti di forza, le opportunità di crescita e il piano per raggiungere gli obiettivi stabiliti. Nel momento in cui gli investitori esprimono il loro interesse nel progetto, si avvia un processo in cui gli stessi esaminano attentamente l'impresa e valutano le sue prospettive di crescita. Se questa fase ha esito positivo, si passa alla negoziazione dei termini di finanziamento e delle clausole contrattuali. Infine, una volta completata la negoziazione, l'investitore eroga i fondi all'impresa.

L'obiettivo degli investitori è ottenere un significativo guadagno in conto capitale tramite la vendita della partecipazione acquisita o la quotazione in borsa. Oltre all'apporto del capitale di rischio, il Private Equity coinvolge anche attività collegate e strumentali alla realizzazione dell'idea

²⁰⁷ Borsa Italiana. “*Private equity*”. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

²⁰⁸ Veicoli di investimento che raccolgono capitale da investitori istituzionali ed individui ad alto reddito, con l'obiettivo di investire in società non quotate o in altre opportunità di investimento illiquide. Si parla di illiquidità poiché solitamente il capitale raccolto tramite tali fondi viene investito a lungo termine (5/10 anni).

imprenditoriale, con un ruolo attivo dell'investitore nelle decisioni strategiche e nel supporto professionale. L'investitore istituzionale può infatti, contribuire alla notorietà dell'azienda, generando fiducia nel mercato.

Gli investitori professionali nel capitale di rischio possono anche intervenire in operazioni di ristrutturazione di imprese in crisi²⁰⁹ o bridge financing²¹⁰ per facilitare importanti operazioni finanziarie come fusioni o acquisizioni. L'investitore agisce con l'obiettivo di generare un guadagno dall'operazione nel lungo periodo, collaborando con l'imprenditore al fine di incrementare il valore dell'impresa.

Le operazioni di Private Equity possono prevedere sia l'acquisizione da parte dell'investitore della maggioranza del capitale di rischio dell'impresa, sia una quota minoritaria. La fase di disinvestimento (exit) è cruciale per gli investitori ed è generalmente pianificata nella fase di negoziazione dell'investimento. Il disinvestimento avviene di solito dai 3 ai 7 anni e può essere svolto attraverso diverse modalità, come la quotazione in borsa, la vendita a terzi, il riacquisto da parte del gruppo originario o la vendita a nuovi o vecchi soci.

Molto spesso in Italia viene utilizzato il Private Equity anche come meccanismo per risolvere problemi legati alla proprietà dell'impresa o al passaggio generazionale.²¹¹ Tuttavia, gli investitori richiedono patti parasociali complessi per tutelare il proprio investimento, contenenti clausole come diritti di veto, azioni privilegiate in caso di liquidazione, regole anti-diluizione nomina dei

²⁰⁹ Gli investitori possono fornire supporto finanziario e strategico alle imprese che stanno affrontando un periodo difficile, come una crisi finanziaria, un calo delle vendite o problemi operativi. L'intervento dell'investitore può includere la fornitura di capitale, la ristrutturazione del debito, la modifica delle strategie aziendali e l'apporto di competenze manageriali per aiutare l'impresa a superare la crisi.

²¹⁰ Finanziamento temporaneo che viene utilizzato per coprire le esigenze finanziarie a breve termine dell'impresa, in attesa di una soluzione finanziaria più stabile o di una fusione o acquisizione. Gli investitori in capitale di rischio devono fornire bridge financing per aiutare le imprese a concludere importanti operazioni finanziarie, come fusioni o acquisizioni che richiedono liquidità immediata o per coprire delle spese operative durante la vita dell'impresa.

²¹¹ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). *“La finanza alternativa per le PMI in Italia”* Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

rappresentanti nel consiglio di amministrazione e diritti di tag-along²¹² e drag-along²¹³. Questo differisce dall'Equity Crowdfunding, dove il potere contrattuale dei finanziatori è molto basso. Gli investimenti in Private Equity coprono un'ampia gamma di operazioni a seconda del ciclo di vita aziendale e della tecnica di investimento utilizzata.

Il Venture Capital è una specifica categoria del Private Equity²¹⁴ che si concentra su imprese in fase di costituzione o start-up in settori ad alto potenziale di crescita, spesso operanti in settori ad alto contenuto innovativo. Può essere suddiviso in “early stage financing” per le aziende nascenti che necessitano di capitali per poter raggiungere il mercato ed “expansion financing” per quelle che cercano di consolidare ed accelerare la loro crescita. Gli investitori del Venture Capital sono spesso chiamati “angel investors” o “venture capitalists” e forniscono il capitale necessario per sostenere queste imprese in cambio di una partecipazione azionaria. Come in altre fasi del processo di investimento, l'obiettivo principale è quello di aumentare il valore dell'impresa e ottenere dei guadagni al momento del disinvestimento. Tuttavia, a differenza di altri tipi di investimenti in Private Equity, il Venture Capital si caratterizza per un maggior grado di incertezza e rischio, considerando che le start-up e le giovani imprese possono avere un'elevata probabilità di fallimento o di non generare rendimenti attesi.

Inoltre, gli investitori del Venture Capital tendono ad avere un ruolo più attivo nell'accompagnare supportare le aziende nel loro percorso di crescita, offrendo consulenza strategica, conoscenze di settore e connessioni di mercato. Questo supporto è fondamentale per il successo delle imprese, poiché contribuisce a mitigare i rischi e a massimizzare le opportunità di crescita e sviluppo.

²¹² Detto anche diritto di co-vendita, questa clausola garantisce che anche gli azionisti di minoranza (finanziatori) possano vendere una parte di impresa proporzionale alla quota di partecipazione detenuta, quando gli azionisti di maggioranza (proprietari) decidono di vendere.

²¹³ Detto anche diritto di trascinarsi, questa clausola consente agli azionisti di maggioranza, la possibilità di “trascinare” gli azionisti di minoranza nella vendita delle loro azioni ad un terzo acquirente.

²¹⁴ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). “*La finanza alternativa per le PMI in Italia*” Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

Anche i soggetti pubblici investono in questo settore per favorire l'innovazione, la creazione di posti di lavoro e la nascita di nuove imprese.²¹⁵

La letteratura accademica²¹⁶ ha esaminato il rapporto fra il Venture Capital e l'innovazione, cercando di capire in che modo l'esistenza del Venture Capital contribuisca all'innovazione delle imprese. Viene dunque svolta un'analisi sull'effetto del Venture Capital sulla produzione e sulla qualità dei brevetti. I risultati dell'analisi indicano che lo stesso ha un impatto positivo sull'innovazione, dimostrando che le imprese finanziate tramite questo meccanismo producono brevetti in modo più efficiente rispetto alle imprese che non ricevono tale finanziamento. Inoltre, i brevetti generati dalle imprese finanziate da Venture Capital tendono ad avere una maggiore qualità.

L'importanza crescente del Private Equity nel panorama finanziario globale può comportare una diminuzione dell'importanza degli intermediari finanziari tradizionali, come le banche, per fornire finanziamenti alle imprese. La possibilità per il Private Equity di sostituire queste fonti tradizionali è dovuta ad una serie di fattori. In primo luogo, offre un maggior grado di flessibilità per le imprese che cercano finanziamenti, i fondi che investono sono generalmente disposti a personalizzare i termini dei loro investimenti in base alle esigenze specifiche dell'impresa. Può inoltre fornire un supporto strategico più approfondito rispetto alle banche poiché gli investitori hanno spesso esperienza nel settore e competenze specifiche che possono agevolare il percorso di crescita delle imprese. Il Private Equity può anche contribuire a mitigare i problemi di agenzia che possono sorgere tra gli azionisti e manager delle imprese poiché gli investitori spesso richiedono un maggiore coinvolgimento nella governance, per far sì che gli interessi degli stessi siano allineati con

²¹⁵ Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). *“La finanza alternativa per le PMI in Italia”* Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

²¹⁶ Kortum, S., & Lerner, J. (2000). *“Assessing the contribution of venture capital to innovation”*. The Rand Journal of Economics, 31(4), 674-692.

quelli degli azionisti, portando una maggiore efficienza e una migliore allocazione delle risorse all'interno dell'impresa.

In seguito alla crisi finanziaria globale e alle conseguenti riforme normative del settore bancario, il processo di concessione dei prestiti a imprese con profili di rischio più elevati, è diventato molto più pericoloso per le banche. Questa situazione ha creato un'opportunità per il Private Equity, permettendo di intervenire e fornire finanziamenti dove le banche potrebbero essere riluttanti a farlo.

Per quanto concerne quest'ultimo aspetto, è interessante notare che, la letteratura ha portato alla luce studi che dimostrano il ruolo fondamentale svolto dal Private Equity durante la crisi finanziaria del 2007-2008 per le imprese.

In particolare, un'analisi condotta da Shai Bernstein, Josh Lerner e Filippo Mezzanotti, ha esaminato il ruolo del Private Equity nella crisi finanziaria²¹⁷, utilizzando un largo campione di imprese statunitensi, nel periodo 2004-2011, creando una finestra temporale simmetrica allo shock del 2008.

Gli autori hanno scoperto che le imprese sostenute da Private Equity durante la crisi finanziaria, hanno avuto performance migliori rispetto alle imprese non finanziate dallo stesso.

In particolare, le imprese finanziate hanno mantenuto livelli di investimento più elevati durante la crisi finanziaria, rispetto alle altre, il che dimostra la loro capacità di continuare ad investire in crescita e innovazione, nonostante le difficoltà economiche. Inoltre, nonostante gli alti livelli di investimento, le società non sono diventate meno redditizie. Questo suggerisce che non hanno effettuato investimenti rischiosi, ma al contrario prudenti, che erano in grado di generare rendimenti durante la crisi.

In secondo luogo, queste imprese erano meno limitate da vincoli finanziari durante la crisi, poiché i fondi di Private Equity hanno accesso a capitali significativi, che possono essere impiegati per

²¹⁷ Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F. (Luglio 2017). "Private Equity and Financial Fragility during the Crisis". National Bureau of Economic Research Working Paper Series, No. 23626. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w23626/w23626.pdf

sostenere le imprese durante i periodi di stress finanziario. Infine, le imprese sostenute dal Private Equity non erano più propense a fallire rispetto alle altre imprese.

Le cause di queste differenze fra imprese finanziate da Private Equity e quelle non finanziate sono riassumibili in tre fattori chiave.

- La struttura del debito delle imprese finanziate da Private Equity è caratterizzata da una maggiore leva finanziaria e una maggiore flessibilità nel rimborso del debito, il che può contribuire ad una migliore performance nei periodi di stress finanziario.
- Le imprese finanziate dal Private Equity godono di un accesso al credito più semplice rispetto alle imprese non finanziate. Tale vantaggio è attribuito alla presenza di investitori che si configurano come intermediari tra le imprese e i mercati del credito, facilitando l'accesso a nuovi finanziamenti.
- Gli investitori nel Private Equity sono molto attivi nella gestione dell'impresa e nelle decisioni che la stessa è chiamata a prendere. Questo coinvolgimento può portare ad una migliore governance e a una maggiore attenzione nelle performance operative.

Durante una crisi economica mondiale, le banche possono diventare più restrittive nell'erogazione di prestiti a causa delle incertezze del mercato e delle crescenti preoccupazioni per il rischio di credito e restrizioni normative per la concessione di prestiti. In questo contesto, il Private Equity può svolgere un ruolo fondamentale nel fornire finanziamenti alternativi alle imprese, colmando il divario lasciato dalle banche. Il sostegno alle imprese in crisi può aiutare a mantenere gli investimenti, preservare i posti di lavoro e ridurre il rischio di inadempienze sui prestiti, contribuendo così a risollevare l'economia dalle difficoltà.

Inoltre, la presenza di circuiti alternativi al settore bancario come il Private Equity può aumentare la resilienza del sistema finanziario nel suo complesso, offrendo alle imprese opzioni di finanziamento più flessibili e diversificate. Questa maggiore resilienza può a sua volta, contribuire a mitigare l'impatto delle crisi economiche sulle imprese e sostenere la crescita economica anche in periodi di instabilità finanziaria.

Nel corso degli ultimi cinque anni, il settore del Private Equity in Italia ha registrato una crescita significativa con l'ingresso di nuovi operatori²¹⁸, che si configurano per lo più come “sotto soglia”²¹⁹, che investono principalmente nelle PMI, con importi non molto elevati.

I dati²²⁰ analizzati dall'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI)²²¹ mostrano che in Europa operano circa 4.000 operatori di Private Equity²²². Nel 2022, 225 operatori hanno svolto almeno una delle attività di investimento, disinvestimento o raccolta di capitali, registrando un incremento del 9% rispetto al 2021. Di questi operatori, 202 hanno effettuato investimenti nell'ambito del Private Equity, segnando un aumento del 15% rispetto all'anno precedente; 49 hanno condotto attività di raccolta fondi, con un incremento dell'11%; e infine, 64 operatori hanno disinvestito almeno una partecipazione, con un aumento del 7% rispetto al 2021.

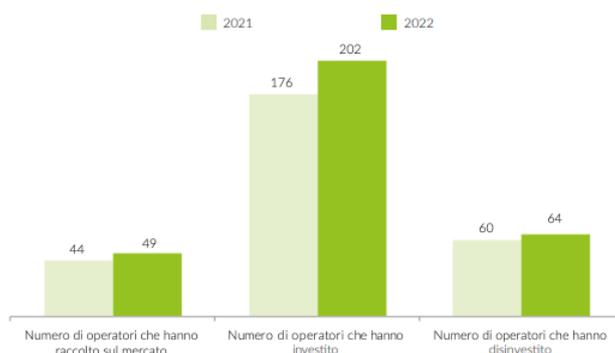


Figura 6: Evoluzione degli operatori attivi nelle diverse fasi di attività

²¹⁸ Perrazzelli, A. (Marzo 2023). “L'evoluzione del private equity e venture capital in Italia: opportunità e sfide”. Intervento del Direttorio della Banca d'Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/Perrazzelli_20.03.2023.pdf

²¹⁹ Gestori di Fondi di Investimento Alternativi (FIA) che sono soggetti ad un regime regolamentare più leggero rispetto ai gestori dei fondi di dimensioni maggiori. In Italia, questa definizione è prevista dall'articolo 35 undecies del Testo Unico della Finanza (TUF), secondo cui un gestore è considerato “sotto soglia” se: gestisce FIA il cui valore complessivo degli attivi gestiti, compresi eventuali effetti leva, non supera i 500 milioni di euro. Oppure se gestisce FIA il cui valore complessivo degli attivi gestiti, senza utilizzo di effetti di leva e con un periodo di lock-up di almeno cinque anni per gli investitori, non supera i 100 milioni di euro.

²²⁰ Dato fornito dall'European Data Cooperative (EDC), un database comune a tutte le associazioni di private equity, venture capital e private debt dell'eurozona, che si occupa di raccogliere dati, al fine di permettere ai soggetti internazionali presenti in più paesi di avere un unico punto di accesso.

²²¹ Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI). (Marzo 2023). “Il mercato italiano del private equity e del venture capital”.

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>

²²² I requisiti necessari affinché un soggetto venga considerato come un operatore di private equity sono: gestire un fondo o ben definiti e stabili capitali, investire in imprese, avere un holding period di lungo termine e, infine, avere una strategia di disinvestimento.

Fonte: Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI). (Marzo 2023). “Il mercato italiano del private equity e del venture capital”.

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>

Al 31 dicembre 2022, le società nel portafoglio complessivo degli operatori monitorati nel mercato italiano ammontavano a circa 2.000, con un controvalore di circa 70 miliardi di euro. Di questi, circa 46 miliardi sono stati investiti da soggetti internazionali.

Per quanto concerne invece, l’ammontare di capitale raccolto, nel 2022 le risorse che sono state complessivamente raccolte dagli operatori sono state pari a 5.920 milioni di euro, registrando un incremento del 3% rispetto al 2021.

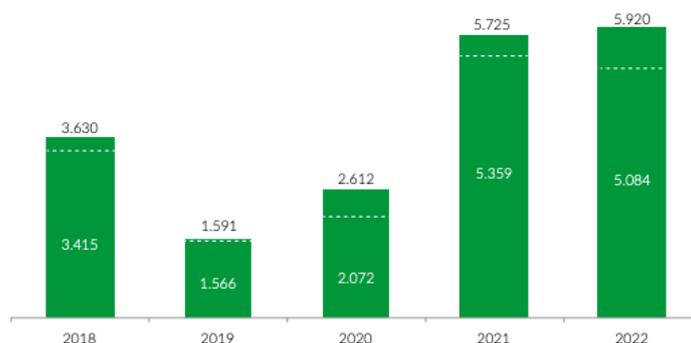


Figura 7: Evoluzione dei capitali raccolti

Fonte: Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI). (Marzo 2023). “Il mercato italiano del private equity e del venture capital”.

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>

Il 55% dei capitali raccolti è di origine domestica, mentre il 45% è di origine internazionale.

Nel 2022, il mercato Italiano del Private Equity ha registrato 848 operazioni, coinvolgendo 646 imprese per un controvalore complessivo di 23.659 milioni di euro. Rispetto al 2021 è stata registrata una crescita del 30% nel numero di operazioni, e un incremento del 61% nel volume di capitale investito.

La maggior parte delle operazioni, ovvero 547, è stata svolta nell’ambito del Venture Capital.

Tuttavia, il Private Equity ha attirato la maggior parte delle risorse finanziarie con circa undici miliardi di euro investiti. Rispetto all’anno precedente, il settore del Venture Capital ha registrato un grade incremento, passando da 371 a 547 operazioni.

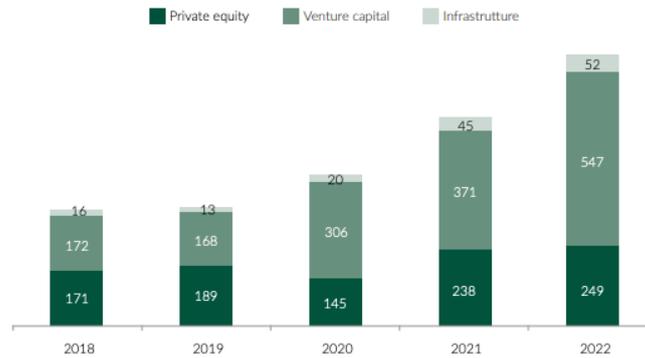


Figura 8: Evoluzione del numero di investimenti per tipologia di attività

Fonte: Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI). (Marzo 2023). “Il mercato italiano del private equity e del venture capital”.

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>

Le imprese di piccole dimensioni (con fatturato inferiore ai 50 milioni di euro) hanno rappresentato l’86% del totale delle operazioni, sottolineando l’importanza che il mercato del Private Equity riveste per le imprese più piccole, contribuendo al loro sviluppo ed alla crescita del tessuto imprenditoriale ed economico italiano.

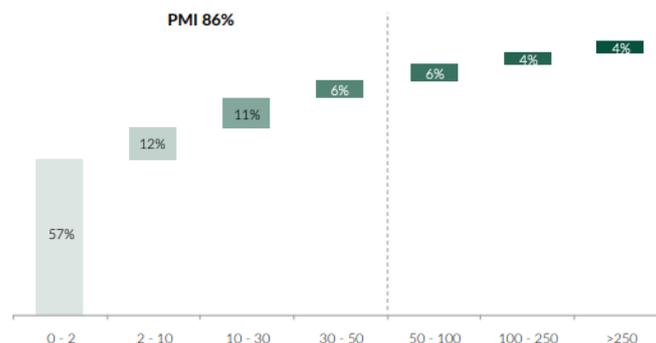


Figura 9: Distribuzione percentuale del numero di investimenti per calssi di fatturato delle aziende target nel 2022

Fonte: Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI). (Marzo 2023). “Il mercato italiano del private equity e del venture capital”.

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615R>

La crescita del settore è dovuta principalmente ad un incremento di investitori istituzionali²²³ come fondi pensione, assicurazioni e fondi di previdenza, attratti dalla possibilità di generare guadagni elevati nel medio-lungo termine e di diversificazione dei loro portafogli, in modo da ridurre la

²²³ Perrazzelli, M. (Marzo 2023). “L’evoluzione del private equity e venture capital in Italia: opportunità e sfide”. Intervento del Direttorio della Banca d’Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/Perrazzelli_20.03.2023.pdf

rischiosità complessiva dello stesso. Tuttavia, l'Italia risulta ancora arretrata nel settore del Private Equity rispetto ai concorrenti Europei, a causa di ritardi nello sviluppo.

Per colmare tale divario si è evidenziata l'importanza di promuovere lo sviluppo del settore, con un ruolo chiave svolto da investitori capaci di fornire risorse significative, come la Cassa Depositi e Prestiti (CDP), similmente a quanto fatto da altre iniziative Europee come il Fondo Europeo per gli Investimenti.²²⁴ Per ampliare le competenze e l'interesse degli investitori istituzionali, sia Italiani che esteri, è necessario che l'azione della Cassa Depositi e Prestiti (CDP) generi un effetto leva sulle risorse pubbliche gestite²²⁵. È importante promuovere lo sviluppo del settore attraverso iniziative a livello nazionale ed Europeo per aumentare l'attrattività di questi fondi.

A livello nazionale, il decreto ministeriale 30/2015²²⁶, è stato aggiornato, ampliando la gamma di clienti non professionali ai quali è possibile commercializzare FIA Italiani riservati. Inoltre, sono stati introdotti i Piani Individuali di Risparmio (PIR)²²⁷ che favoriscono gli investimenti in imprese Italiane tramite l'introduzione di incentivi fiscali.

Parallelamente, a livello Europeo, sono state apportate delle modifiche alla normativa dei fondi Europei di Venture Capital, estendendo la possibilità di gestione anche ai gestori di FIA “sopra la soglia”.

²²⁴ Perrazzelli, M. (Marzo 2023). “*L'evoluzione del private equity e venture capital in Italia: opportunità e sfide*”. Intervento del Direttorio della Banca d'Italia. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/Perrazzelli_20.03.2023.pdf

²²⁵ Per “risorse pubbliche gestite” si intende fondi o risorse finanziarie che sono solitamente sotto la gestione o il controllo delle istituzioni pubbliche o governative. Queste risorse possono provenire da varie fonti, tra cui tasse, imposte, multe, contributi, sovvenzioni governative, prestiti, o altre forme di entrate pubbliche.

²²⁶ Regolamento attuativo dell'articolo 39 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF) concernente la determinazione dei criteri generali cui devono uniformarsi gli Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) italiani; <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:ministero.economia.e.finanze:decreto:2015-03-05;30!vig=>

²²⁷ I piani individuali di risparmio sono strumenti di investimento che permettono a un individuo di mettere da parte del denaro, tipicamente su base regolare, in un fondo o in un portafoglio di investimenti. Questi piani possono essere utilizzati per vari scopi, come la preparazione per la pensione, l'accumulo di un acconto per un'abitazione, l'istruzione dei figli, o altri obiettivi finanziari a lungo termine. In Italia, il Piano Individuale di Risparmio a lungo termine (PIR), offre vantaggi fiscali per gli investimenti in specifici asset, come le azioni di piccole e medie imprese italiane.

L'Unione Europea sta attualmente lavorando allo sviluppo dell'Unione del Mercato dei Capitali (Capital Markets Union, CMU)²²⁸, con l'obiettivo di potenziare le opzioni di finanziamento per stimolare la crescita economica e creare nuove opportunità di investimento per i cittadini, garantendo al contempo un elevato livello di protezione per gli investitori. Un mercato dei capitali pienamente integrato e funzionante offre notevoli vantaggi in termini di accesso a nuove fonti di finanziamento, soprattutto per le piccole e medie imprese, che rappresentano la spina dorsale dell'economia Europea.

Inoltre, la CMU sostiene progetti di investimento a lungo termine, con particolare attenzione alle transizioni verde e digitale, che sono fondamentali per il futuro sostenibile dell'Europa. Un sistema finanziario integrato contribuisce anche a rendere l'economia Europea più stabile, resiliente e competitiva, migliorando la solidità dell'Unione Economica e Monetaria nel suo complesso.

Uno dei principali benefici dell'Unione del Mercato dei Capitali è la riduzione del costo di raccolta dei capitali per le imprese, grazie all'eliminazione delle barriere e alla promozione di un maggiore flusso di investimenti attraverso i confini nazionali. Questo rende l'accesso ai capitali più conveniente e agevole per le imprese di tutti i settori e dimensioni.

Infine, la CMU aumenta le opzioni di investimento disponibili per i risparmiatori in tutta l'Unione Europea, offrendo loro una gamma più ampia di prodotti finanziari e opportunità per diversificare i propri portafogli e massimizzare il rendimento dei propri risparmi. In questo modo, si garantisce un maggiore benessere finanziario per i cittadini Europei e si sostiene la crescita economica nel lungo periodo.

Ad oggi il Consiglio Europeo²²⁹ ha effettuato una revisione del regolamento sui fondi di investimento Europei a lungo termine (ELTIF) che mira a rafforzarne il ruolo come fonte di

²²⁸ <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/#:~:text=Altre%20proposte%20legislative-,Che%20cos%27%20l'unione%20dei%20mercati%20dei%20capitali%3F,di%20cittadini%2C%20imprese%20e%20investitori.>

²²⁹ Consiglio dell'Unione Europea. (Marzo 2023). "Unione dei mercati dei capitali: il Consiglio adotta un quadro riveduto per i fondi di investimento Europei a lungo termine". <https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/03/07/capital-markets-union-council-adopts-revised-framework-for-european-long-term-investment-funds/>

finanziamento per le PMI, rendendoli più flessibili e appetibili per gli investitori, ampliando la gamma di attività nelle quali possono investire e garantendo l'accesso anche agli investitori al dettaglio.

Le iniziative volte a sostenere il settore del Private Equity richiedono un equilibrio fra obiettivi economici e obiettivi di politica monetaria, quale la stabilità finanziaria, garantendo la tutela del risparmio e degli investitori. È essenziale valutare costantemente i rischi e i benefici connessi a queste innovazioni, garantendo assetti organizzativi e strategie di governance adeguati agli intermediari vigilati, e monitorando accuratamente l'esternalizzazione delle funzioni essenziali. Allo scopo di ridurre rischi di contagio, derivanti dall'interconnessione tra il settore del Private Equity e il settore bancario, che può portare ad una diffusione dei rischi assunti, la Banca d'Italia, focalizza la sua attività di vigilanza sul contenimento del rischio, la stabilità e la gestione sana e prudente degli intermediari. Valuta anche i possibili fattori di rischio e vulnerabilità del sistema finanziario che potrebbero minacciare la sua stabilità e gli effetti sull'economia reale.

L'approccio prudenziale adottato nella vigilanza sugli intermediari Italiani del Private Capital è legato alla rischiosità intrinseca del settore e alle sue interconnessioni con l'economia reale e finanziaria, sia a livello domestico che internazionale. La valutazione prudenziale del profilo di rischio specifico di ciascun intermediario, soprattutto nei casi più critici e interconnessi, deve essere affiancata da un presidio rafforzato per la stabilità complessiva del sistema.

CONCLUSIONI

Per concludere, si può affermare che questo lavoro è volto ad effettuare un'indagine approfondita sul fenomeno della disintermediazione bancaria e ne scaturisce che quest'ultima sia in grado di avere un impatto significativo, riformulando il panorama economico e finanziario contemporaneo. L'analisi è stata sviluppata attraverso tre capitoli distinti, ognuno dei quali ha esplorato una particolare dimensione del fenomeno.

Inizialmente, è stato esaminato il ruolo degli intermediari finanziari nel sistema finanziario globale, tali attori, grazie alla disintermediazione bancaria si sono affermati nel contesto finanziario contemporaneo. È stato inoltre necessario approfondire le motivazioni alla base di questo cambiamento, sottolineando come le modifiche normative dovute alle crisi finanziarie, i cambiamenti tecnologici e l'evoluzione delle esigenze dei clienti abbiano spinto verso la diversificazione delle fonti di finanziamento al di fuori del tradizionale sistema bancario. Le implicazioni di tale sviluppo sono rilevanti, gli intermediari finanziari non bancari, infatti, sono in grado di colmare le lacune lasciate dalle banche, offrendo nuovi servizi finanziari, maggiormente diversificati e offrendo condizioni più flessibili a soggetti spesso trascurati dal sistema bancario tradizionale. Tuttavia, è stato anche evidenziato che la diffusione di tale topologia di intermediari non è priva di rischi, la mancanza di una regolamentazione adeguata, il potenziale di creazione di nuove bolle speculative e la possibilità di adozione di comportamenti ciclici che ostacolano la trasmissione della politica monetaria da parte della banca centrale, rappresentano sfide che devono essere affrontate per garantire la stabilità del mercato finanziario. Pertanto, si ritiene necessaria una regolamentazione efficace e armonizzata degli intermediari finanziari non bancari, e ciò comporterebbe la costituzione di un organo di supervisione internazionale, che collabori con le autorità di regolamentazione nazionale per garantire la coerenza delle normative in tutte le giurisdizioni. Questo organismo potrebbe anche servire come autorità amministrativa indipendente per lo scambio di quelle che sono le "Best Practice" nell'Eurozona, al pari del lavoro svolto

dall'European Banking Authority (EBA) per il settore bancario, e promuovere la cooperazione internazionale in materia di supervisione finanziaria. È inoltre essenziale che tale regolamentazione debba essere flessibile e in grado di adattarsi rapidamente all'evoluzione del settore. Infine, la regolamentazione dovrebbe essere equilibrata in modo tale da non soffocare l'innovazione o limitare eccessivamente l'accesso al credito; Ciò potrebbe comportare un approccio basato sul rischio, in cui le normative sono calibrate in base alla dimensione e alla complessità dell'intermediario finanziario non bancario, così come al livello di rischio associato allo stesso. Successivamente, l'analisi mira a valutare come gli shock di politica monetaria a breve e lungo termine, influenzino le misure dei bilanci delle banche e degli intermediari finanziari non bancari, in modo da poter valutare come gli stessi rispondono alla trasmissione della politica monetaria da parte della Banca Centrale. In particolare, gli shock di politica monetaria sono intesi come variazione dei tassi di interesse a breve e lungo termine, rispettivamente attraverso operazioni convenzionali di politica monetaria e acquisto di attività da parte della banca centrale. È stato rilevato che tali shock influenzano entrambi gli attori, ma le risposte variano in modo significativo tra banche e intermediari finanziari non bancari, così come tra l'Eurozona e gli Stati Uniti.

Più specificamente, le banche e gli intermediari finanziari non bancari negli Stati Uniti sembrano essere più reattivi agli shock di politica monetaria a breve termine mentre le banche e gli intermediari finanziari non bancari dell'Eurozona risultano essere più sensibili agli shock di politica monetaria a lungo termine.

Per quanto riguarda l'Eurozona, le banche mostrano inizialmente una risposta negativa agli shock, ma l'effetto degli stessi diventa rapidamente statisticamente non significativo. Negli Stati Uniti, invece, l'impatto degli shock di politica monetaria, sia a breve che a lungo termine, sebbene meno pronunciato, persiste nel lungo termine.

Quando si considerano i fondi di investimento, le reazioni agli shock di politica monetaria sulle attività dei fondi di investimento appaiono simili sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti.

Questi risultati ci portano a riflettere sulle differenze strutturali e di politica monetaria tra le due aree economiche, e sulla necessità di considerare tali differenze nell'elaborazione delle politiche di regolamentazione. Inoltre, è emersa l'importanza di monitorare e adattare gli strumenti di politica monetaria per assicurare che siano efficaci nel raggiungere gli obiettivi di stabilità dei prezzi, crescita economica e occupazione. In particolare, per mitigare l'impatto degli shock sui tassi di interesse sulle attività dei fondi di investimento, le Banche Centrali potrebbero promuovere una maggiore trasparenza nel settore degli intermediari finanziari non bancari, in modo che gli investitori possano prendere decisioni più chiare ed informate. Questo potrebbe includere requisiti di divulgazione più rigorosi per tale tipologia di intermediari, così come l'implementazione di misure per migliorare la comprensione degli investitori dei rischi associati agli investimenti. Infine, le banche centrali potrebbero considerare l'implementazione di misure macroprudenziali anche per gli intermediari finanziari non bancari, come limite al prestito o i requisiti di capitale che possono aiutare a prevenire la creazione di bolle finanziarie e a limitare l'impatto degli shock sui tassi di interesse.

Infine, è stato esaminato il ruolo delle fonti alternative di finanziamento per le piccole e medie imprese ed è stato osservato che, a causa della contrazione dell'offerta di credito da parte delle banche, specialmente in tempi di crisi, le stesse sono spesso costrette a cercare fonti alternative di finanziamento. Sono dunque stati valutati diversi canali di finanziamento alternativo, tra cui: Mini Bond, Invoice Trading, Direct Lending, Crowdfunding e Private Equity. È stato inoltre sottolineato che, mentre negli Stati Uniti questi strumenti di finanziamento alternativo sono già ben consolidati, nell'Eurozona e in particolare in Italia, sono ancora in fase di sviluppo. Nonostante ciò, è stato valutato che tale tipologia di meccanismi di finanziamento alternativi hanno un altissimo potenziale per poter sostenere la crescita e l'innovazione delle piccole medie imprese, nonché contribuire alla stabilità del sistema economico nel suo insieme. Poi è stato anche discusso di come queste fonti di finanziamento possano aiutare ad innalzare il ruolo dell'Italia e dell'Eurozona nel panorama finanziario globale, se opportunamente sostenute da politiche di regolamentazione adeguate, e tale

aspetto solleva l'importanza di implementare riforme e iniziative a livello Europeo che possano stimolare ulteriormente lo sviluppo di questi canali alternativi di finanziamento. A tale scopo, i governi potrebbero considerare l'implementazione di incentivi fiscali per gli investitori che forniscono finanziamenti alle piccole e medie imprese attraverso canali non bancari. Tali incentivi, potrebbero includere, ad esempio, deduzioni fiscali per l'investimenti in Mini Bond o in piattaforme di Crowdfunding. Inoltre, potrebbe anche essere utile implementare programmi di formazione per gli imprenditori, per aiutare le piccole medie imprese a navigare nel panorama degli intermediari finanziari non bancari e capire le opportunità offerte dai nuovi canali di finanziamento. Questi programmi potrebbero fornire informazioni su come accedere al finanziamento alternativo e valutare le opzioni di finanziamento e gestire i rischi associati allo stesso.

Per concludere, la disintermediazione bancaria rappresenta un fenomeno complesso in continua evoluzione che sta trasformando piano piano il paesaggio finanziario. La comprensione di tale fenomeno richiede un'analisi attenta delle diverse dinamiche di gioco, della regolamentazione, della politica monetaria, delle esigenze delle piccole medie imprese e le differenze regionali. Il ruolo emergente degli intermediari finanziari non bancari, come abbiamo discusso nel primo capitolo, richiede una regolamentazione ed una sorveglianza adeguata a mitigare i rischi associati. Allo stesso tempo la differenza nella risposta della politica monetaria tra banche e intermediari non bancari, come evidenziato nel secondo capitolo, sottolinea l'importanza di politiche ben calibrate e attente alle specificità delle singole tipologie di intermediari finanziari. Infine, l'importanza crescente delle fonti alternative di finanziamento per le piccole medie imprese, come discusso nel terzo capitolo, indica la necessità di politiche e riforme che favoriscono lo sviluppo di tali strumenti, particolarmente nell'Eurozona. La disintermediazione bancaria rappresenta quindi una sfida ma anche una opportunità. Una sfida poiché richiede adattamenti sia da parte dei regolatori che dei partecipanti al mercato. Un'opportunità poiché offre nuove vie per la crescita economica, l'innovazione e l'inclusione finanziaria. Per sfruttare appieno tali opportunità è necessario uno

sforzo coordinato da parte dei responsabili delle politiche monetarie, dei regolatori e dei partecipanti al mercato.

BIBLIOGRAFIA

- Perrazzelli, A. (Novembre 2021). “*Dimensione e disintermediazione finanziaria in un quadro di crescente innovazione digitale*”. Banca d'Italia - Il sito ufficiale della Banca Centrale Italiana. <https://www.bancaditalia.it/>
- Vaciago G., Verga G. (dicembre 2013). “*Domanda di moneta e "disintermediazione" delle banche*”. Moneta e Credito. https://rosa.uniroma1.it/rosa04/moneta_e_credito/article/view/11266
- Bofondi M. (Marzo 2017). “*Il lending-based crowdfunding: Opportunità E Rischi.*” Questioni di Economia e Finanza - Banca d'Italia.
- Di Giorgio G. (Giugno 2020). “*Economia e politica monetaria*”. Sesta edizione, Wolters Kluwer.
- Financial Stability Board. (Ottobre 2021). “*Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation*”. Recommendations of the Financial Stability Board. <https://www.fsb.org/>
- Linciano, N. (Settembre 2008). “*La crisi dei mutui subprime - problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*”. CONSOB. <https://www.consob.it/>
- Morbidelli, G. (Marzo 2016). “*Il modello Italiano di Intermediazione Finanziaria: Specificità, Eredità e Futuro*”. CESifin. <https://www.cesifin.it/>
- Lectio magistralis del Governatore della Banca d'Italia Ignazio Visco. (Aprile 2018). “*Banche e finanza dopo la crisi: lezioni e sfide*”. Moneta e Credito, 71 (282): 95-118
<https://www.bancaditalia.it/>
- Banca d'Italia. (Dicembre 2017). “*Fintech in Italia, indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*”. <https://www.bancaditalia.it/>
- Banca d'Italia. (Giugno 2022). “*Comunicazione della Banca d'Italia in materia di tecnologie decentralizzate nella finanza e cripto-attività*”.
- Banca d'Italia. (Gennaio 2023). “*Blockchain & Web3: time to build*”.
<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/2023.01.20-Perrazzelli.pdf>

Perrazzelli, A. (Marzo 2023). “*L'evoluzione del private equity e venture capital in Italia: opportunità e sfide*”. Intervento del Direttorio della Banca d'Italia.
https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2023/Perrazzelli_20.03.2023.pdf

Roldos, J. (Marzo 2006). “*Disintermediation and Monetary Transmission in Canada*”. IMF Working Paper. 06/84.

Allen, F. e Gale, D. (Giugno 1997). “*Financial Markets, Intermediaries, and Intertemporal Smoothing*”. Journal of Political Economy, Vol.103, No.3, pp. 523-546.

Moreira, A e Savov, A. (Dicembre 2017). “*The Macroeconomics of Shadow Banking*”. The Journal of Finance. <https://www.jstor.org/stable/26653288>.

Chang, H. (Ottobre 2010). “*Institutions and economic development: theory, policy and history*”. Journal of Institutional Economics. 7(4), 473–498.

Petrou, K. (Ottobre 2019). “*Disintermediation, Disintegration, and Innovation: The Future of Finance Controlled by Big Tech and Giant Central Banks*”. Federal Financial Analytics, Inc.
<https://www.newyorkfed.org/>

Federal Reserve Bank of New York. (Luglio 2013). “*Evaluating the Relative Strength of the U.S. Capital Markets*”. Vo.13, No.6 <https://www.newyorkfed.org/>

Lane, P. (Ottobre 2018). “*Trends and cycles in financial intermediation*”. Bank for International Settlements Review. <https://www.bis.org/>

Mersch, Y. (Maggio 2020). “*An ECB digital currency – a flight of fancy?*”. Speech by Mr Yves Mersch, Member of the Executive Board of the European Central Bank and Vice-Chair of the Supervisory Board of the European Central Bank, at the Consensus 2020 virtual conference.
<https://www.bis.org/>

Honohan, P. (Maggio 2012). “*The experience of financial integration – Ireland, Britain, Europe*”. Lectio Magistralis di Patrick Honohan, Governatore della Banca Centrale d'Irlanda, alla Cass Business School <https://www.bis.org/>

European Banking Authority (Agosto 2021). *"The rise of non-bank finance and its implications for monetary policy transmission"*. <https://www.ecb.europa.eu/>

Busetti F. Cova P. (Settembre 2013). *"L'impatto macroeconomico della crisi del debito sovrano"*.

Banca d'Italia-Questioni di Economia e Finanza. No.201/2013

Banca d'Italia. (Febbraio 2012). *"L'attuazione in Europa delle regole di Basilea 3"*. Audizione del Direttore Centrale per la Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia Stefano Mieli.

Commissione 6° della Camera dei deputati. https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2012/Mieli_audizione_230212.pdf

Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation Italiano. (Novembre 2022). *"La finanza alternativa per le PMI in Italia"* Report sull'Alternative Finance in Italia 2022, quinto quaderno di ricerca.

Serafin, G. (Giugno 2019). *"Fintech: tra piattaforme di crowdfunding, valute virtuali e contrasto del riciclaggio"*. "Ricerche Giuridiche", Vol.8, No.1 pp. 6-23.

Macchiavello, E. (Gennaio 2015). *"Peer-to-peer lending e informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi"*.

Adrian, T. e Song Shin, H. (Settembre 2008). *"Financial Intermediaries, Financial Stability, and Monetary Policy"*. Staff Report, 346, Federal Reserve Bank of New York.

<https://www.newyorkfed.org/>

Commissione Europea. (n.d). *"Crowdfunding"*. https://finance.ec.europa.eu/capital-markets-union-and-financial-markets/financial-markets/crowdfunding_en

Akerlof, G. A. (Agosto 1970). *"The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism"*. The Quarterly Journal of Economics, Vol.84 No.3, 488-500.

Antonio Accetturo, Antonio Bassanetti, Matteo Bugamelli, Ivan Faiella, Paolo Finaldi Russo, Daniele Franco, Silvia Giacomelli e Massimo Omiccioli. (Luglio 2013). *"Il sistema industriale Italiano fra globalizzazioni e crisi"*. Questioni di economia e finanza – Banca d'Italia, 193.

<https://www.bancaditalia.it/>

Albareto G. e Finaldi Russo P. (Luglio 2012). " *Fragilità finanziaria e prospettive di crescita: il razionamento del credito alle imprese durante la crisi*", Questioni di economia e finanza – Banca d'Italia, 127. <https://www.bancaditalia.it/>

Attinasi, M. Checherita, C. e Nickel, C. (Dicembre 2009). " *What explains the surge in euro area Sovereign Spreads during the financial crisis of 2007-09?*." European Central Bank (ECB). Working Paper No.1131. <https://www.ecb.europa.eu/>

Bonaccorsi di Patti E. e Sette E. (Gennaio 2012) " *Bank balance sheets and the transmission of financial shocks to borrowers: evidence from the 2007-2008 crisis*". Banca d'Italia, Working Paper No.848 <https://www.bancaditalia.it/>

De Socio, A. e Finaldi Russo, P. (Febbraio 2016). " *The debt of Italian non-financial firms: an international comparison*". Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, No.308. <https://www.bancaditalia.it/>

Helmut Kraemer-Eis. (Ottobre 2014). " *Institutional non-bank lending and the role of Debt Funds*". European Investment Fund, Working Paper No.25. <https://www.eif.org/>

Forestieri G. (2016) " *I Nuovi Canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni e capitale di rischio.*" <https://bancaria.it/>

Testimonianza di Giorgio Gobbi (Ottobre 2013). " *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sugli strumenti fiscali e finanziari a sostegno della crescita, anche alla luce delle più recenti esperienze internazionali*". Banca d'Italia, VI Commissione Camera dei Deputati. <https://www.bancaditalia.it/>

Panetta, F. e Maria Signoretti, F. (Aprile 2010). " *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*". Banca d'Italia, Questioni di economia e finanza, No.63. <https://www.bancaditalia.it/>

Gervasoni, A. e del Giudice, R. (Luglio 2005). " *La recente evoluzione del mercato Italiano del private equity e del venture capital*". Liuc Papers, No.174

- Bianchi, F. (Giugno 2018). “*Private equity, Europa vs. USA: Dimensioni E rendimenti a Confronto*”.
- Gonçalves Raposo, I. e Lehmann, A. (Gennaio 2019). ”*Equity finance and Capital Market Integration in Europe*”. <http://aei.pitt.edu/95641/1/PC-2019-03.pdf>
- Treccani Enciclopedia Italiana. (1991) "*Disintermediazione*". V appendice.
https://www.treccani.it/enciclopedia/disintermediazione_%28Enciclopedia-Italiana%29/
- Filosa R. (2009).“*Rischi e benefici delle innovazioni finanziarie*”. Enciclopedia Treccani.
https://www.treccani.it/enciclopedia/rischi-e-benefici-delle-innovazioni-finanziarie_%28XXI-Secolo%29/
- European Central Bank (ECB). (Dicembre 2021). “*Non-bank financial intermediation in the euro area: implications for monetary policy transmission and key vulnerabilities*”. Occasional paper No.270
- Stiglitz, J. E., & Weiss, A. (Giugno 1981). “*Credit Rationing in Markets with Imperfect Information*”. The American Economic Review, 71(3), 393-410.
- Allen, F. e Santomero, A. (1998). “*The Theory of Financial Intermediation. Journal of Banking & Finance*”, 21(11-12), 1461-1485.
<https://finance.wharton.upenn.edu/~allenf/download/Vita/theory.pdf>
- Ritter, J. (Marzo 1991). “*The Long Run Performace of Inital Public Offerings*”. The Journal of Finance, 46: 3-27. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb03743.x>
- CONSOB. “*Crisi finanziaria del 2007-2009*”. <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-finanziaria-del-2007-2009>
- CONSOB. “*Crisi dei debiti sovrani*”. <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>
- CONSOB. “*fintech*”. <https://www.consob.it/web/area-pubblica/sezione-fintech>

- Bernanke, B. S., & Gertler, M. (Ottobre 1995). “*Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission*”. *Journal of Economic Perspectives*, 9(4), 27-48.
- European Central Bank (ECB). (2015). "The ECB's Expanded Asset Purchase Programme." <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/index.en.html>
- Krishnamurthy, A., & Vissing-Jorgensen, A. (Ottobre 2011). “*The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy*”. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2011(2), 215-287.
- Holm-Hadulla, F., Mazelis, F., & Rast, S. (Novembre 2022). “*Bank and non-bank balance sheet responses to monetary policy shocks*”. *Economics Letters*, Elsevier, vol. 222(C).
- Jarociński, M., & Karadi, P. (Aprile 2020). “*Deconstructing Monetary Policy Surprises: The Role of Information Shocks*”. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 12(2), 1-43.
- Gilchrist, S., & Mojon, B. (2018). “*Credit Risk in the Euro Area*”. *The Economic Journal*, 128(608), 118-158
- Jordà, Ò. (2005). “*Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections*”. *American Economic Review*, 95(1), 161-182.
- Xiao K. (Giugno 2020). “*Monetary Transmission through Shadow Banks*”. *The Review of Financial Studies*, 33 (6), 2379–2420, <https://doi.org/10.1093/rfs/hhz112>
- Kortum, S., & Lerner, J. (2000). “*Assessing the contribution of venture capital to innovation*”. *The Rand Journal of Economics*, 31(4), 674-692.
- Bernstein, S., Lerner, J., & Mezzanotti, F. (Luglio 2017). “*Private Equity and Financial Fragility during the Crisis*”. *National Bureau of Economic Research Working Paper Series*, No. 23626. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w23626/w23626.pdf
- Borsa Italiana. “*Private equity*”. <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/private-equity.html>

Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI). (Marzo 2023). “*Il mercato italiano del private equity e del venture capital*”.

<https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=G18Ie9GL1cv5dnTB60t83d183G615>

R

Ferrando, A., Popov, A., & Udell, G. F. (Aprile 2017). “*Sovereign stress and SMEs’ access to finance: Evidence from the ECB’s SAFE survey*”. *Journal of Banking & Finance*, 81, 65-80.

Italia Fintech. (Febbraio 2023). “*Invoice trading in Italia: analisi, opportunità e proposte*”.

https://www.italiafintech.org/wp-content/uploads/2023/02/POSITION-PAPER-INVOICE-TRADING_rev4.pdf

Deloitte. (Aprile 2022). “*Alternative lender deal tracker*”.

<https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/corporate-finance/deloitte-uk-aldt-spring-2022.pdf>

Grand View Research. “*Crowdfunding Market Size, Share & Trends Analysis Report by Type (Reward-based, Equity-based, Donation-based, Lending-based), By End Use (Non-Profit Organizations, Healthcare, Small Businesses, Individuals), By Region, And Segment Forecasts, 2023 – 2030*”. <https://www.grandviewresearch.com/industry-analysis/crowdfunding-market-report/request/rs15>

Consiglio dell’Unione Europea. (Marzo 2023). “*Unione dei mercati dei capitali: il Consiglio adotta un quadro riveduto per i fondi di investimento Europei a lungo termine*”.

<https://www.consilium.europa.eu/it/press/press-releases/2023/03/07/capital-markets-union-council-adopts-revised-framework-for-european-long-term-investment-funds/>

SITOGRAFIA

<https://www.fsb.org/2022/12/global-monitoring-report-on-non-bank-financial-intermediation-2022/>

https://www.esrb.europa.eu/pub/reports/nbfi_monitor/html/index.en.html

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32014L0065>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013L0036>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=celex:32013R0575>.

<https://www.govinfo.gov/content/pkg/PLAW-111publ203/pdf/PLAW-111publ203.pdf>

<https://www.warren.senate.gov/files/documents/Fact%20Sheet%20->

[%2021st%20Century%20Glass-Steagall.pdf](https://www.warren.senate.gov/files/documents/Fact%20Sheet%20-%2021st%20Century%20Glass-Steagall.pdf)

<https://fred.stlouisfed.org/>

<https://www.statista.com/statistics/1297745/defi-user-number/>

<https://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=10000028>

<https://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>

https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annex/Dataset_EA-MPD.xlsx

<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomccalendars.htm>

<https://fred.stlouisfed.org/series/QUSPAMUSDA>

<https://fred.stlouisfed.org/series/QXMPAMUSDA>

https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=117.BSI.M.U2.N.A.A50.A.1.U2.1000.Z01.E

<https://fred.stlouisfed.org/series/BOGZ1FL684090005Q>

<https://fred.stlouisfed.org/series/CLVMEURSCAB1GQEA19>

<https://fred.stlouisfed.org/series/GDPC1>

https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=320.MNA.Q.N.I8.W2.S1.S1.B.B1GQ.Z.Z.Z.IX.D.N

<https://fred.stlouisfed.org/series/USAGDPDEFQISMEI>

https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=143.FM.Q.U2.EUR.4F.MM.EONIA.HST
A

<https://fred.stlouisfed.org/series/ECBESTRVOLWGTTTRMDMNRT>

<https://fred.stlouisfed.org/series/FEDFUNDS>

<https://publications.banque-france.fr/en/economic-and-financial-publications-working-papers/credit-risk-euro-area>

<https://fred.stlouisfed.org/series/BAA10Y>

https://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=124.MIR.M.U2.B.A2B.F.R.A.2250.EUR
N

<https://fred.stlouisfed.org/series/TERMCBPER24NS>

<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=celex%3A32003H0361>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2012/08/11/12A08941/sg>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2014/06/24/14G00105/sg>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2013/06/21/13G00116/sg>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2020/05/19/20G00052/sg>

<https://www.mn.camcom.gov.it/files/PromozioneFinanziamenti/1.minibond.pdf>

[https://www.intrum.co.uk/business-solutions/reports-insights/reports/european-payment-report-2022/#:~:text=The%20European%20Payment%20Report%20\(EPR,and%2013th%20of%20April%202022](https://www.intrum.co.uk/business-solutions/reports-insights/reports/european-payment-report-2022/#:~:text=The%20European%20Payment%20Report%20(EPR,and%2013th%20of%20April%202022)

<https://def.finanze.it/DocTribFrontend/getAttoNormativoDetail.do?ACTION=getSommarior&id=%7B8864588C-5D11-4422-8348-769ECF7E8AD4%7D>

<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2016/02/15/16G00025/sg%20>

<https://theoceancleanup.com/milestones/crowd-funding-campaign/>

<https://www.kickstarter.com/projects/getpebble/pebble-time-awesome-smartwatch-no-compromises>

<https://www.gofundme.com/en-au>

<https://www.seedrs.com/>

<https://www.crowdcube.eu/>

<https://www.kickstarter.com>

<https://www.indiegogo.com>

<https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:ministero.economia.e.finanze:decreto:2015-03-05:30!vig=>

[https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-](https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/#:~:text=Altre%20proposte%20legislative-)

[union/#:~:text=Altre%20proposte%20legislative-](https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/#:~:text=Altre%20proposte%20legislative-)

[.Che%20cos'è%20l'unione%20dei%20mercati%20dei%20capitali%3F,di%20cittadini%20e%20imprese%20e%20investitori.](https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union/#:~:text=Altre%20proposte%20legislative-.Che%20cos'è%20l'unione%20dei%20mercati%20dei%20capitali%3F,di%20cittadini%20e%20imprese%20e%20investitori.)

RIASSUNTO

La tesi è strutturata in tre capitoli, ognuno dei quali analizza un aspetto distinto del processo di disintermediazione bancaria. Questo fenomeno, che sta modificando in modo significativo il panorama finanziario contemporaneo, viene affrontato attraverso un'analisi storica, una discussione delle sue implicazioni per la trasmissione della politica monetaria e uno sguardo alle alternative di intermediazione finanziaria che stanno emergendo, in particolare quelle a favore dello sviluppo delle Piccole e Medie Imprese (PMI).

Il primo capitolo si focalizza sulla descrizione del fenomeno di disintermediazione bancaria, analizzando gli effetti che essa genera all'interno del sistema economico e approfondendo le cause storiche che hanno dato origine alla stessa.

La disintermediazione bancaria è il fenomeno che si verifica quando il ruolo delle banche nel sistema finanziario diminuisce, mentre cresce l'importanza degli intermediari finanziari non bancari. Questi intermediari, definiti dall'Art.106 del Testo Unico Bancario (TUB) in Italia, svolgono funzioni simili a quelle delle banche, come la raccolta del risparmio e l'erogazione del credito, ma operano al di fuori del sistema bancario tradizionale, in un settore spesso denominato "Shadow Banking System".

La disintermediazione bancaria può essere causata da diversi fattori, tra cui la perdita di fiducia nel sistema bancario, l'attrazione di rendimenti più elevati offerti da nuovi strumenti finanziari, la liberalizzazione dei mercati finanziari e l'evoluzione tecnologica. Questo cambiamento comporta un diverso comportamento dei risparmiatori e dei richiedenti di credito: da un lato, emergono nuove forme di risparmio con rendimenti più alti, riducendo la domanda di depositi bancari; dall'altro, le imprese cercano finanziamenti direttamente dal mercato, come l'emissione di azioni e obbligazioni o l'utilizzo di nuove forme di finanziamento come il private equity e il crowdfunding. Inoltre, le

famiglie possono accedere a nuove forme di credito, come il leasing e il factoring, offerte da società finanziarie non bancarie.

La disintermediazione bancaria può essere influenzata da fattori specifici del paese, come la ricchezza degli individui, la propensione al risparmio e le condizioni economiche generali.

Tuttavia, anche se il monitoraggio dell'estensione della disintermediazione bancaria può essere complesso a causa della mancanza di trasparenza di molti operatori non bancari, esistono strumenti come il Global Shadow Banking Monitoring Report del Financial Stability Board e l'EU Shadow Banking Monitor dell'European Systemic Risk Board per monitorare l'andamento dello Shadow Banking.

Sono stati inoltre analizzati i vantaggi e gli svantaggi derivanti dalla disintermediazione bancaria.

Da un lato, offre alle imprese accesso a finanziamenti alternativi, specialmente a quelle che non possono accedere al finanziamento bancario, promuove la crescita e lo sviluppo, riduce i costi grazie alla tecnologia e ai servizi digitali e facilita l'innovazione finanziaria. D'altro canto, i rischi per i risparmiatori sono più elevati rispetto al sistema bancario tradizionale a causa di un minor controllo e regolamentazione. Inoltre, la disintermediazione può influenzare la stabilità finanziaria. Infine, viene evidenziato che le banche sono sottoposte a maggiori regolamentazioni, dunque, potrebbero essere meno flessibili rispetto agli altri intermediari, rendendo i prodotti bancari meno attraenti. Ciò può portare sia dei vantaggi che degli svantaggi poiché, da un lato, le imprese beneficiano di condizioni di finanziamento migliorate e i non-bancari offrono una maggiore diversificazione del rischio, mentre dall'altro gli intermediari finanziari non bancari, potrebbero essere portati ad assumersi un elevato grado di rischio, spinti dalla possibilità di ottenere maggiori rendimenti e portando così a fenomeni di instabilità sistemica.

Per mantenere i benefici e affrontare le problematiche connesse, viene sottolineata la necessità di una regolamentazione macroprudenziale per gli intermediari non bancari, una maggiore

diversificazione degli investimenti per le banche e una cooperazione transfrontaliera per ridurre l'arbitraggio regolamentare.

Nonostante gli intermediari finanziari non bancari siano soggetti a una normativa meno stringente rispetto alle banche, sono comunque sottoposti a diverse regolamentazioni, sia in Europa che negli Stati Uniti. In Europa, la Direttiva MiFID II e la Direttiva AIFMD disciplinano rispettivamente i mercati degli strumenti finanziari e la gestione dei fondi di investimento alternativi, garantendo la trasparenza e la protezione degli investitori. Inoltre, la Direttiva CRD IV e il Regolamento CRR stabiliscono requisiti di capitale, liquidità e gestione del rischio per le imprese di investimento.

Negli Stati Uniti, il Dodd-Frank Act del 2010 ha introdotto numerose disposizioni per la gestione dei rischi e la supervisione degli intermediari finanziari non bancari. Queste includono la creazione del Financial Stability Oversight Council per monitorare i rischi sistemici e la richiesta alle società finanziarie di elaborare piani di risoluzione in caso di difficoltà finanziarie. Inoltre, la Securities and Exchange Commission (SEC) supervisiona le imprese di investimento e i fondi comuni, mentre la Commodity Futures Trading Commission (CFTC) regola i mercati dei derivati. Infine, il Consumer Financial Protection Bureau (CFPB), istituito sempre dal Dodd-Frank Act, si occupa della protezione dei consumatori nel settore finanziario, regolamentando gli intermediari non bancari che forniscono servizi finanziari ai consumatori.

La normativa mira a garantire la stabilità finanziaria e a proteggere gli investitori e i consumatori, riducendo i rischi associati alla disintermediazione bancaria.

Per quanto riguarda invece, l'analisi storica delle cause che hanno portato alla disintermediazione bancaria, è stato evidenziato che è un fenomeno che ha avuto origine negli anni '70 e '80. Prima di allora, l'Italia ha vissuto un periodo di eccessiva intermediazione bancaria a seguito della legge bancaria del 1936, che ha portato a un aumento dei tassi di interesse e una riduzione della crescita economica. Questa situazione culminò con la crisi petrolifera del 1973. Negli anni '80, si è assistito a una deregolamentazione del sistema finanziario, che ha portato alla nascita di nuovi intermediari

finanziari non bancari. Le crisi finanziarie degli ultimi venti anni, come la crisi dei mutui subprime e la crisi dei debiti sovrani, hanno evidenziato le fragilità del sistema bancario tradizionale, ciò ha spinto famiglie e imprese a cercare forme di investimento alternative, favorendo la nascita e il rapido sviluppo di piattaforme di crowdfunding, criptovalute e peer-to-peer lending.

Queste crisi hanno avuto un impatto significativo sulla stabilità finanziaria globale, influenzando anche la disintermediazione bancaria, poiché in risposta alle stesse, sono state introdotte riforme normative come il Dodd-Frank Act negli Stati Uniti e l'accordo Basilea III in Europa, mirate a rafforzare la stabilità del settore bancario attraverso requisiti di capitale più rigidi e regole più severe per le attività bancarie. Tuttavia, queste riforme hanno comportato una contrazione del credito alle imprese e alle famiglie, contribuendo all'aumento della disintermediazione bancaria. La fiducia nel sistema bancario Europeo è diminuita, spingendo gli investitori a cercare canali alternativi per proteggere i propri depositi e diversificare il proprio portafoglio di investimenti.

Il secondo capitolo presenta un modello costruito e programmato in Python per esaminare le differenze nella ricezione della politica monetaria tra banche e fondi di investimento nell'Eurozona e negli Stati Uniti. L'obiettivo principale è comprendere meglio come queste diverse entità finanziarie reagiscono alle variazioni della politica monetaria e come queste differenze possano influenzare il funzionamento complessivo dei mercati finanziari.

Inizialmente, è stato esaminato il ruolo delle banche nel contesto economico e finanziario ed è stato inoltre spiegato come le stesse differiscono dagli intermediari finanziari non bancari. In particolare, è stato evidenziato che le banche svolgono la funzione di intermediazione finanziaria, raccogliendo i risparmi dai soggetti in eccesso di fondi e concedendo prestiti a coloro che ne hanno bisogno.

Questa funzione di intermediazione contribuisce alla stabilità del sistema economico e permette una corretta trasmissione della politica monetaria emanata dalla Banca Centrale. Le banche si distinguono dagli intermediari finanziari non bancari per la loro funzione di intermediazione e per

la natura delle loro passività bancarie. A differenza degli intermediari finanziari non bancari, le banche utilizzano i fondi raccolti attraverso i depositi per effettuare investimenti e prestiti, mentre gli intermediari finanziari non bancari non lo fanno, inoltre, le passività bancarie consistono principalmente in depositi a breve termine, ampiamente accettati come mezzo di pagamento, a differenza della passività degli intermediari finanziari non bancari. Le banche rivestono inoltre un ruolo cruciale nella trasmissione della politica monetaria, poiché sono collegate verticalmente tra i risparmiatori e le imprese da un lato e la Banca Centrale dall'altro. Attraverso il loro contributo, la politica monetaria si manifesta dunque sulle famiglie e le imprese. La Banca Centrale Europea (BCE) utilizza strumenti come le operazioni di mercato aperto, le variazioni dei tassi di interesse e le variazioni dei coefficienti di riserva per attuare la politica monetaria. Durante le crisi economiche, la BCE ha però adottato anche misure non convenzionali di politica monetaria, che portano ad una variazione dei tassi di interesse a lungo termine, come gli acquisti di titoli di debito (APP), le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (LTRO) e i tassi di interesse negativi. In modo simile, la Federal Reserve (FED) negli Stati Uniti utilizza strumenti convenzionali e non convenzionali per la politica monetaria, come i programmi di acquisto di titoli (QE), le operazioni di finanziamento a termine (TAF) e i tassi di interesse prossimi allo zero.

In seguito, viene analizzato come l'aumento dell'intermediazione finanziaria non bancaria può avere implicazioni per la trasmissione della politica monetaria. Ciò è dovuto alla diversa composizione dei bilanci tra banche e intermediari finanziari non bancari, che può comportare risposte differenti alle decisioni di politica monetaria. Gli intermediari non bancari, ad esempio, detengono spesso una maggiore quantità di titoli di debito rispetto ai prestiti. Questa diversità può influenzare la loro reazione alle variazioni della politica monetaria. In presenza di una politica monetaria espansiva, potrebbero cercare di massimizzare i rendimenti investendo in attività più rischiose, aumentando l'esposizione al rischio del sistema finanziario. Al contrario, in caso di politica monetaria restrittiva, possono diventare più prudenti e concentrarsi sulla preservazione del capitale, limitando così la disponibilità di credito nell'economia. Tuttavia, la presenza di intermediari non bancari può talvolta

rafforzare l'effetto della trasmissione della politica monetaria, ad esempio fornendo finanziamenti a imprese e famiglie che non hanno accesso al credito bancario e reagendo più rapidamente alle variazioni delle condizioni di mercato grazie a minori restrizioni normative.

Successivamente, viene analizzata la diversa composizione delle attività tra le banche statunitensi e dell'Eurozona e il suo impatto sulla trasmissione della politica monetaria. Le banche statunitensi detengono una maggiore quantità di titoli di debito rispetto alle banche europee, che invece hanno un forte orientamento verso i prestiti. Questa differenza può influire sulla resilienza delle rispettive economie agli shock esterni. Le banche statunitensi, grazie alla maggiore diversificazione del rischio e alla maggiore liquidità del portafoglio, possono attenuare l'impatto degli shock di politica monetaria in modo più efficace rispetto alle banche europee.

Nella seconda parte di questo capitolo viene costruito un modello al fine di studiare le differenze nella trasmissione della politica monetaria fra banche e intermediari finanziari non bancari nell'Eurozona e negli Stati Uniti, e le implicazioni derivanti da tali divergenze.

Per analizzare l'impatto delle decisioni di politica monetaria, è stata utilizzato il metodo delle proiezioni locali, ideato da Jordà (2005). Questa metodologia si differenzia dai metodi tradizionali perché non necessita della stima del modello strutturale completo, bensì si basa sulla stima di modelli di regressione per ciascun orizzonte temporale, fornendo una flessibilità notevole nel trattare modelli lineari e non lineari. Nel metodo delle proiezioni locali, per ogni orizzonte temporale h , viene stimata una regressione seguendo la formula:

$$y_{t+h} = \alpha_h + \beta_h MP_t + \gamma_h X_t + \varepsilon_{t+h}$$

Dopo aver completato la regressione per ogni orizzonte temporale, sono state stimate le funzioni di risposta all'impulso (IRF) che illustrano l'effetto temporale di uno shock di politica monetaria sulle altre variabili del modello nel tempo. Infine, gli intervalli di confidenza per le IRF sono stati calcolati utilizzando errori standard Newey-West per gestire problemi di eteroschedasticità e

correlazione seriale del termine di errore. Il modello è stato implementato in Python utilizzando la libreria "TimeSeriesLP" per l'analisi delle serie temporali.

Per la costruzione degli shock di politica monetaria, è stato calcolato il differenziale dei tassi a breve e a lungo termine verificatisi prima e dopo la “finestra di politica monetaria” ovvero la finestra entro la quale si svolgono le riunioni di politica monetaria e le decisioni prese vengono illustrate al pubblico. Inoltre, per eliminare l'effetto degli shock informativi e trattenere solo gli shock di politica monetaria, sono stati posti pari a zero i differenziali dei tassi aventi lo stesso segno delle variazioni dell'indice del mercato azionario.

I risultati dell'analisi mostrano una differenza nelle reazioni delle istituzioni finanziarie, attribuibile a vari fattori, tra cui la diversa composizione dei bilanci, le politiche monetarie adottate, la condizione competitiva del settore bancario e la maturità dei mercati finanziari.

Nel caso degli shock sui tassi di interesse a lungo termine, le attività bancarie negli Stati Uniti si mostrano meno sensibili rispetto a quelle dell'Eurozona, con variazioni negative più contenute e costanti. Questa minore sensibilità può essere attribuita a tre fattori principali: la diversa composizione dei bilanci delle banche, la maturità dei mercati finanziari più sviluppata negli Stati Uniti e un ambiente bancario più competitivo negli Stati Uniti.

Per quanto riguarda i fondi di investimento, la risposta agli shock di lungo periodo sui tassi di interesse appare simile per entrambe le regioni. Negli Stati Uniti, gli shock di politica monetaria a lungo termine hanno un impatto inizialmente positivo che si inverte nel medio-lungo periodo.

Nell'Eurozona, l'impatto è invece negativo sia nel breve che nel lungo periodo. La minore diversificazione nel panorama finanziario dell'Eurozona potrebbe limitare la capacità dei fondi di investimento di mitigare gli effetti degli shock di politica monetaria.

Nell'analisi della trasmissione della politica monetaria attraverso shock a lungo termine, si evidenziano inoltre risposte diverse tra banche e fondi di investimento. Nell'Eurozona, le attività

bancarie danno una risposta inizialmente negativa, mentre quelle dei fondi di investimento sono negativamente influenzate nel lungo termine. Negli Stati Uniti, l'impatto sulle attività delle banche è lievemente negativo e costante, mentre le attività dei fondi di investimento mostrano una risposta marcatamente negativa nel lungo periodo.

L'analisi è stata anche effettuata in base agli shock di politica monetaria a breve termine sui tassi di interesse, in tal caso, nelle banche statunitensi, l'impatto iniziale di tali shock è negativo, probabilmente a causa della loro maggiore partecipazione nel mercato dei titoli aziendali. Tuttavia, la capacità delle banche americane di gestire il rischio, grazie alla maturità e alla diversità dei mercati finanziari del paese, tende ad attenuare l'effetto negativo iniziale nel medio-lungo termine.

D'altro canto, le banche dell'Eurozona mostrano una reazione inizialmente positiva a questi shock, probabilmente legata alla loro maggiore partecipazione in titoli di debito governativo. Tuttavia, nel medio-lungo termine, la loro risposta tende a perdere significatività statistica. Questo può essere attribuito alla maggiore diversità economica tra i paesi membri dell'Eurozona.

Passando ai fondi di investimento, la risposta agli shock di breve termine dei tassi di interesse mostra differenze tra l'Eurozona e gli Stati Uniti. Negli Stati Uniti, l'effetto iniziale di tali shock è negativo, diventa poi positivo e infine ritorna negativo nel medio-lungo termine. In Europa, invece, l'effetto rimane costantemente negativo per tutto il periodo analizzato.

In Europa, le banche rispondono positivamente agli shock sui tassi di interesse a breve termine, probabilmente a causa della loro prevalenza di titoli di debito governativo più sicuri nel portafoglio. Al contrario, i fondi di investimento, con un'ampia esposizione a titoli di mercato più volatili e rischiosi, reagiscono negativamente. Nel medio-lungo termine, tuttavia, sia le banche che i fondi di investimento mostrano una risposta negativa agli shock sui tassi di interesse, indicando l'effetto negativo della volatilità e delle incertezze delle politiche monetarie.

Negli Stati Uniti, sia le banche che i fondi di investimento rispondono negativamente agli shock sui tassi di interesse nel breve termine, effetto che persiste nel medio-lungo termine. I fondi di investimento, tuttavia, mostrano una maggiore variabilità nella loro risposta, probabilmente a causa della loro maggiore detenzione di titoli di mercato rispetto alle banche, che possiedono prevalentemente prestiti. Questi titoli sono più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse, portando a una maggiore variabilità nelle risposte agli shock di politica monetaria.

L'analisi evidenzia l'importanza di comprendere le differenze tra le due aree economiche e tra banche e fondi di investimento, per poter valutare l'efficacia degli strumenti di politica monetaria. Le banche centrali potrebbero aver bisogno di adottare misure di politica monetaria più specifiche in base alle sfide presenti nelle diverse aree economiche e tra i diversi intermediari finanziari. Potrebbe anche essere necessario promuovere una maggiore cooperazione e coordinamento tra le autorità di politica monetaria e di regolamentazione finanziaria, per garantire un quadro normativo più efficace e flessibile.

Il terzo capitolo della tesi esamina il ruolo dei canali alternativi di finanziamento per le Piccole e Medie Imprese (PMI) nel contesto delle crescenti incertezze economiche. Dopo le crisi finanziarie mondiali, si è evidenziata la fragilità del sistema bancario tradizionale, contemporaneamente, la nascita e l'evoluzione del fintech ha portato alla nascita di nuovi strumenti e piattaforme che hanno favorito l'emergere di canali di finanziamento alternativi.

Le PMI, essendo più vulnerabili alle perturbazioni economiche, hanno incontrato diverse sfide nell'accesso ai finanziamenti. Di conseguenza, hanno iniziato a rivolgersi a intermediari finanziari non bancari che offrono soluzioni più flessibili, efficienti e trasparenti. Questi intermediari si adattano alle condizioni mutevoli del mercato finanziario e rispondono alle politiche monetarie.

Nonostante l'uso di canali di finanziamento alternativi in Europa sia meno comune rispetto agli Stati Uniti, a causa dell'accento posto sull'imprenditoria familiare e la dipendenza dal sistema bancario tradizionale, si sono visti sforzi per migliorare questa situazione. In Italia, ad esempio, in seguito alla crisi del 2011, sono state adottate varie misure legislative per migliorare il quadro finanziario delle PMI, al fine di promuovere la loro crescita. Tuttavia, l'approccio europeo, e in particolare quello italiano, all'utilizzo di alternative di finanziamento per le PMI differisce notevolmente da quello americano. Mentre gli Stati Uniti si concentrano più sul mercato dei capitali e offrono molteplici strutture di supporto per le PMI, in Europa e in Italia l'affidamento sul sistema bancario rimane predominante.

Le nuove forme di finanziamento alternativo per le PMI includono diverse opzioni innovative che consentono alle aziende di accedere ai capitali necessari per la crescita e lo sviluppo, offrendo al contempo opportunità di investimento attraenti ai potenziali investitori. Alcune di queste forme includono i Mini Bond, l'Invoice Trading e il Direct Lending.

I Mini Bond sono titoli obbligazionari e cambiali finanziarie utilizzati dalle PMI per raccogliere capitale di debito sul mercato. Questi strumenti di debito, che possono essere sottoscritti esclusivamente da investitori professionali, offrono vantaggi fiscali e amministrativi e rappresentano una fonte alternativa di finanziamento. L'introduzione di disposizioni specifiche per agevolare l'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI ha reso i Mini Bond particolarmente popolari in Italia.

L'Invoice Trading è un'altra forma emergente di finanziamento per le PMI. In questo caso, le imprese vendono le loro fatture per beni e servizi a un intermediario o investitore professionale, ottenendo così un flusso di cassa immediato anziché dover attendere il termine di pagamento stabilito. L'Invoice Trading migliora la gestione dei flussi di cassa delle aziende e riduce il rischio di insolvenza dei clienti, per questo la sua diffusione è iniziata in seguito alle crisi finanziarie dei

mutui sub-prime e del risparmio tradito, quando le imprese erano particolarmente preoccupate per i ritardi nei pagamenti delle proprie fatture da parte dei clienti.

Il Direct Lending, invece, è un metodo di finanziamento che consente a entità finanziarie non bancarie, come i fondi di investimento alternativi (FIA), di concedere prestiti a medio-lungo termine alle PMI. Nonostante i tassi di interesse applicati siano spesso più alti rispetto ai prestiti bancari, questa forma di finanziamento può rappresentare un'alternativa valida per le PMI che altrimenti avrebbero difficoltà a ottenere finanziamenti attraverso i canali bancari tradizionali. Il Direct Lending promuove la crescita e lo sviluppo delle imprese, offrendo una maggiore velocità nell'erogazione dei fondi e una maggiore personalizzazione degli accordi.

Oltre a queste forme di finanziamento, nel capitolo vengono esaminate anche due modalità di finanziamento molto importanti: il Crowdfunding e il Private Equity.

Il Crowdfunding è un metodo di finanziamento che sfrutta piattaforme online per mettere in contatto coloro che necessitano di finanziamenti per un progetto con potenziali investitori, prestatori o donatori. Le principali tipologie di Crowdfunding sono donation-based (basato su donazioni), reward-based (basato su ricompense), investment-based (basato su investimenti) e lending-based (basato su prestiti). Le campagne di Crowdfunding possono essere gestite con due modalità: "Take it all", in cui i fondi vengono raccolti indipendentemente dal raggiungimento dell'obiettivo finanziario, e "All or nothing", in cui i fondi vengono raccolti solo se l'obiettivo finanziario è raggiunto. Il Crowdfunding non solo fornisce sostegno economico, ma offre anche vantaggi strutturali e di supporto, come servizi di consulenza e competenze specifiche. Il mercato del Crowdfunding è in crescita, favorito dall'aumento delle attività di raccolta fondi tramite i social media e dall'innovazione tecnologica nelle piattaforme di Crowdfunding. La pandemia di COVID-19 ha avuto un impatto positivo sul mercato del Crowdfunding, con un aumento delle donazioni online e delle PMI che utilizzano queste piattaforme per sostenere i loro progetti. Nonostante ciò, il mercato del Crowdfunding in Europa è meno sviluppato rispetto agli Stati Uniti a causa di ostacoli

normativi e costi di conformità elevati. Tuttavia, nuove normative, come il Regolamento sui Fornitori di Servizi di Crowdfunding Europei (ECSP), stanno cercando di affrontare queste sfide creando un framework comune per la fornitura di servizi di Equity Crowdfunding e Social Lending in tutta l'UE.

Il Private Equity (PE) è un'attività di investimento istituzionale che si concentra sul capitale di rischio di aziende non quotate con un elevato potenziale di sviluppo. Questa forma di finanziamento viene fornita principalmente da fondi PE e investitori istituzionali. Il PE può essere utilizzato per finanziare operazioni di ristrutturazione, bridge financing o facilitare operazioni finanziarie come fusioni o acquisizioni. Il PE può svolgere un ruolo importante nel fornire finanziamenti alternativi alle imprese durante le crisi economiche, contribuendo a risollevarne l'economia e aumentare la resilienza del sistema finanziario. Negli ultimi anni, il settore del PE in Italia ha registrato una crescita significativa con l'ingresso di nuovi operatori. Tuttavia, l'Italia rimane indietro rispetto ad altri Paesi europei a causa di ritardi nello sviluppo del settore. Per colmare il divario, sono state messe in atto diverse iniziative a livello nazionale ed europeo, come l'aggiornamento delle normative e l'introduzione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR), al fine di stimolare ulteriormente le attività di Private Equity e favorire la crescita delle PMI.

In conclusione, le forme alternative di finanziamento come il Crowdfunding e il Private Equity rappresentano opzioni importanti per le PMI che cercano di diversificare le loro fonti di finanziamento e ridurre la dipendenza dal sistema bancario tradizionale.

Concludendo questa tesi, emerge chiaramente che la disintermediazione bancaria rappresenta un fenomeno in rapida evoluzione che sta modellando il panorama finanziario contemporaneo. Da un'indagine dettagliata svolta in tre capitoli distinti, abbiamo potuto approfondire diverse sfaccettature di questa questione.

Il primo capitolo ha esplorato il ruolo emergente degli intermediari finanziari non bancari, dimostrando come, grazie alla disintermediazione bancaria, questi siano riusciti a emergere come

attori importanti nel settore finanziario. È stata data particolare enfasi alla necessità di una regolamentazione efficace e armonizzata di tali intermediari, includendo la costituzione di un organo di supervisione internazionale.

Il secondo capitolo ha esaminato come gli shock di politica monetaria influenzano sia le banche che gli intermediari finanziari non bancari. È stato rilevato che le risposte variano significativamente tra queste due tipologie di attori, così come tra l'Eurozona e gli Stati Uniti. Questi risultati mettono in evidenza l'importanza di monitorare e adattare gli strumenti di politica monetaria in modo da mantenere la stabilità dei prezzi, promuovere la crescita economica e l'occupazione.

Nel terzo capitolo, si è posta attenzione sulle fonti alternative di finanziamento per le Piccole e Medie Imprese (PMI), evidenziando come la contrazione dell'offerta di credito bancario, specialmente in periodi di crisi, le costringa a cercare nuove fonti di finanziamento. È stato evidenziato il potenziale di canali di finanziamento alternativi come i Mini Bond, Invoice Trading, Direct Lending, Crowdfunding e Private Equity, soprattutto per supportare la crescita e l'innovazione delle PMI e contribuire alla stabilità del sistema economico nel suo complesso.

La disintermediazione bancaria è un fenomeno complesso che richiede un'analisi attenta delle diverse dinamiche di gioco, della regolamentazione, della politica monetaria, delle esigenze delle imprese e delle differenze regionali. Si tratta di una sfida e un'opportunità: una sfida perché richiede adattamenti da parte dei regolatori e dei partecipanti al mercato, e un'opportunità poiché offre nuove vie per la crescita economica, l'innovazione e l'inclusione finanziaria. Per sfruttare pienamente queste opportunità, è necessario uno sforzo coordinato da parte dei responsabili delle politiche monetarie, dei regolatori e dei partecipanti al mercato.