

Dipartimento di Economia e Management

Cattedra di Finanza Aziendale

**Finanza Innovativa e Nuovi Strumenti di Raccolta:
Il Caso del Crowdfunding nell'Ecosistema della
Fintech.**

Relatore

Prof. Matteo Rossi

Candidato

Flaminia Rella

Matricola: 287491

Anno accademico 2024/2025

INDICE

| | |
|--|----|
| INTRODUZIONE | 3 |
| CAPITOLO PRIMO | 5 |
| <i>Introduzione alla finanza innovativa e alla fintech</i> | 5 |
| 1.1. l’Evoluzione Storica della Fintech | 5 |
| 1.2. La Definizione di Fintech | 7 |
| 1.3. Le Tecnologie Abilitanti e i Nuovi Modelli di Business | 9 |
| 1.4. Gli Attori dell’Ecosistema Fintech | 14 |
| CAPITOLO SECONDO | 18 |
| <i>Strumenti di finanziamento</i> | 18 |
| 2.1. Strumenti Tradizionali | 18 |
| 2.2. Strumenti Innovativi di Finanziamento | 20 |
| 2.3. Tradizione vs Innovazione: Limiti e Vantaggi | 23 |
| CAPITOLO TERZO | 26 |
| <i>Il crowdfunding</i> | 26 |
| 3.1. Definizione e Funzionamento | 26 |
| 3.2. Tipologie di Crowdfunding | 30 |
| 3.3. Regolamentazione Europea | 34 |
| CAPITOLO QUARTO | 36 |
| <i>Mamacrowd: il caso italiano di equity crowdfunding</i> | 36 |
| 4.1. Origini e sviluppo della piattaforma | 36 |
| 4.2. Modello di business e funzionamento | 38 |
| 4.3. Performance e impatto sul mercato | 40 |
| 4.4. Mamacrowd e il quadro normativo europeo..... | 42 |
| CONCLUSIONI | 45 |
| <i>Bibliografia</i> | 47 |
| <i>Sitografia</i> | 51 |

INTRODUZIONE

Negli ultimi decenni, abbiamo visto la finanza cambiare in modi che qualche anno fa sembravano impossibili da immaginare. Quello che una volta era considerato un settore rigido, con procedure lunghe e strumenti tradizionali, oggi è un ecosistema vivo, aperto e sempre più connesso con le tecnologie digitali. Il termine “fintech” non è più solo un termine accademico o di moda: è diventato il simbolo di un cambiamento profondo che sta trasformando il modo in cui le persone, le aziende e il capitale interagiscono.

La rivoluzione digitale ha fatto irruzione nel mondo finanziario in modo graduale, ma inarrestabile. Dapprima con strumenti apparentemente semplici, come i bancomat o le carte di credito, che hanno reso più immediato l’accesso al denaro. Poi con internet, che ha permesso di spostare operazioni e investimenti su piattaforme globali. Infine, con blockchain, intelligenza artificiale e big data, che hanno spalancato la porta a nuovi modelli di business, dalla consulenza algoritmica al credito tra privati, dalle criptovalute al crowdfunding. Non si tratta soltanto di tecnologia: ciò che cambia è la logica stessa della finanza, che da verticale e concentrata tende a farsi orizzontale, inclusiva e partecipata.

All’interno di questa cornice in continua evoluzione, il crowdfunding occupa un posto speciale. È uno strumento che unisce la dimensione economica a quella sociale, trasformando l’atto del finanziamento in un gesto collettivo. Una moltitudine di piccoli contributi, messi insieme, diventa la spinta per far nascere un’impresa, sostenere un progetto culturale, finanziare una campagna solidale. Se fino a pochi anni fa l’accesso al capitale era prerogativa di grandi aziende o di investitori professionali, oggi chiunque, con pochi click, può sostenere un’idea e diventare parte attiva di un’avventura imprenditoriale. È qui che il concetto di inclusione finanziaria, spesso evocato in teoria, trova una delle sue manifestazioni più concrete.

Non bisogna dimenticare che ogni innovazione nasce su un terreno già segnato da limiti e opportunità. Per secoli, gli strumenti tradizionali come mutui, azioni e obbligazioni hanno rappresentato il fulcro della finanza, offrendo regole e stabilità che ispiravano fiducia. Tuttavia, queste stesse caratteristiche hanno spesso reso l’accesso al capitale un processo lento e costoso, non proprio inclusivo. Dall’altro lato, gli strumenti innovativi sono stati creati per abbattere queste barriere, promettendo tempi più brevi, costi più bassi,

maggior trasparenza e la possibilità di coinvolgere anche chi era escluso prima. Così, si assiste a un costante confronto tra tradizione e innovazione, stabilità e rapidità, regolamentazione e flessibilità.

In questo scenario, il caso Mamacrowd rappresenta una chiave di lettura privilegiata. Non è soltanto la storia di una piattaforma italiana di equity crowdfunding, ma il racconto di un intero settore che in pochi anni ha visto crescere fiducia, partecipazione e consapevolezza. Dalle prime campagne pionieristiche fino all'autorizzazione come European Crowdfunding Service Provider, Mamacrowd ha accompagnato, e in parte anticipato, l'evoluzione normativa e culturale che ha reso il crowdfunding una componente strutturale della finanza innovativa in Europa.

Questa tesi nasce con l'obiettivo di esplorare questo percorso, partendo dalle origini della fintech e dai suoi principali strumenti, per arrivare a focalizzarsi sul crowdfunding e sulle sue implicazioni concrete. L'analisi non intende soltanto descrivere fenomeni tecnici, ma vuole restituire un quadro umano e comprensibile: come le persone, le imprese e le comunità stanno cambiando il loro modo di finanziare e di essere finanziati. Perché in fondo, dietro numeri, piattaforme e regolamenti ci sono scelte, aspirazioni e rischi condivisi.

Studiare finanza innovativa significa, quindi, osservare non solo nuovi strumenti economici, ma anche un cambiamento culturale. La logica della condivisione, della partecipazione e della comunità si affianca e, talvolta, si intreccia con quella del profitto. In questo intreccio risiede la forza, ma anche la complessità, del crowdfunding: uno strumento che racchiude opportunità e rischi, entusiasmi e perplessità, e che merita di essere analizzato con attenzione per comprendere quale ruolo potrà giocare nella finanza del futuro.

CAPITOLO PRIMO

Introduzione alla finanza innovativa e alla fintech

1.1. L'Evoluzione Storica della Fintech

La storia della fintech è strettamente collegata con quella dell'innovazione tecnologica e del sistema finanziario. Non si tratta, quindi, di un fenomeno improvviso e recente, ma del risultato di un percorso che affonda le radici nel Novecento. Già nel 1920 John Maynard Keynes, nelle sue riflessioni contenute in “The Economic Consequences of the Peace”, aveva colto il legame tra progresso tecnologico e sviluppo economico, sottolineando come la finanza fosse destinata a giocare un ruolo decisivo in questo processo: “l’abitante di Londra poteva ordinare per telefono, sorseggiando il suo tè del mattino a letto, vari prodotti provenienti da tutto il mondo, in qualunque quantità desiderasse, con la ragionevole aspettativa di vederseli recapitati presto davanti alla sua porta; nello stesso momento e con lo stesso mezzo, poteva investire la sua ricchezza nelle risorse naturali e nelle nuove iniziative di qualsiasi parte del mondo”¹.

Il termine “Fintech” comparve solo molti anni dopo, a coniarlo fu A.L. Bettinger, nel 1972, che lo utilizzò per indicare l’integrazione fra competenze bancarie tradizionali e strumenti di ricerca operativa supportati dai computer².

Parallelamente, l’evoluzione tecnologica ha introdotto tappe fondamentali. Nel 1950, ad esempio, la nascita della prima carta di credito (Diners Club) aprì nuove modalità di pagamento³; poco dopo, nel 1967, i primi sportelli ATM installati a Londra offrirono ai clienti bancari un accesso diretto ai propri risparmi senza dover passare per lo sportello⁴. Gli anni ’70 segnarono invece l’avvio del trading elettronico con il NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotation), che rese i mercati più efficienti e accessibili⁵, mentre negli anni ’80 le grandi banche americane, come Citibank,

¹ J.M. Keynes, *The Economic Consequences of the Peace*, London, Macmillan, 1920.

² P. Schueffel, “Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech”, *Journal of Innovation Management*, vol. 4, n. 4, 2016.

³ Diners Club International, *Our History*, New York, 1950.

⁴ BBC News, *The first cash machine: 50 years on*, Londra, 2017.

⁵ Corporate Finance Institute, *NASDAQ Overview and History*, 1971.

sperimentarono i primi servizi di *home banking*, gettando le basi della gestione a distanza delle finanze personali⁶.

Con l'avvento di Internet negli anni '90, i servizi finanziari si espansero in modo capillare a livello globale, diventando più rapidi e facilmente accessibili. Un ulteriore salto di qualità arrivò nel 2008 con la comparsa della blockchain, tecnologia che per la prima volta consentiva di garantire sicurezza e trasparenza nelle transazioni senza l'intervento di un'autorità centrale⁷. Da lì prese avvio l'era delle criptovalute, inaugurata dal Bitcoin nel 2009 e, pochi anni dopo, lo sviluppo della finanza decentralizzata (DeFi), che con le sue prime applicazioni su Ethereum nel 2014 aprì nuove prospettive di gestione autonoma degli scambi⁸.

Il decennio successivo ha visto l'adozione crescente di strumenti basati sull'intelligenza artificiale e sul cloud computing, con un impatto diretto sia sull'analisi dei dati sia sulla personalizzazione dei servizi. Più recentemente, tra il 2020 e il 2022, sono iniziate a emergere soluzioni legate agli NFT, al Web3 e al Metaverso, che hanno esteso la Fintech a nuovi spazi digitali e modelli di proprietà⁹.

In parallelo all'evoluzione tecnologica, anche il concetto stesso di Fintech è cambiato. Nel 2015 il blog The Finanser lo descriveva come un'industria innovativa al servizio della finanza¹⁰; due anni più tardi, l'Enciclopedia Treccani lo definiva come l'insieme di startup digitali attive nei settori bancario e finanziario¹¹. Infine, nel 2021, la Consob ha insistito sul ruolo trasversale della fintech, capace di mettere in relazione attori regolamentati e non regolamentati e di ridefinire l'intero ecosistema finanziario¹².

In sintesi, quello che un tempo era un semplice punto di incontro tra finanza e tecnologia è diventato oggi un settore consolidato, che ingloba startup e grandi player globali e che continua a trasformare il modo in cui individui e istituzioni si rapportano al denaro.

⁶ Citibank, Heritage, Key Historical Milestones, "1960-1979: Evolving with the modern world", 1977.

⁷ S. Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, 2008.

⁸ Descript, "A Brief History of DeFi Learn", 2023.

⁹ NewZoo, The Metaverse, Blockchain Gaming, and NFTs: Navigating the Internet's Uncharted waters, Trend Report, 2022.

¹⁰ Chris Skinner, The Finanser: Innovative Finance Blog, 2015.

¹¹ Enciclopedia Treccani, voce "Fintech", Roma, 2017.

¹² Consob, Relazione per l'anno 2021, Roma, 2022.

1.2. La Definizione di Fintech

Il termine fintech, nato dalla fusione delle parole *financial* (finanziaria) e *technology* (tecnologia), si è ormai stabilizzato nel linguaggio economico contemporaneo. Alla sua base vi è l'idea che l'innovazione tecnologica, applicata al settore finanziario, possa trasformare radicalmente prodotti, servizi e modelli di business. La Banca d'Italia, in un documento del 2017, definisce la fintech come *“innovazione finanziaria resa possibile dall'innovazione tecnologica, che può concretizzarsi in nuovi modelli di business, processi o prodotti, producendo un effetto determinante sui mercati finanziari, sulle istituzioni o sull'offerta dei servizi”*¹³.

Tuttavia, cercare di racchiudere il concetto di fintech in una sola definizione è piuttosto complicato. Questo termine è utilizzato in vari contesti, spesso con delle sfumature diverse. Accademici, enti internazionali e autorità di vigilanza hanno dato varie definizioni che, sebbene differiscano nei particolari, presentano alcune caratteristiche in comune.

Un contributo rilevante è offerto da Schueffel (2016), secondo cui il termine fintech rappresenta *“un'innovazione nei servizi finanziari sostenuta da tecnologie che possono comportare nuovi modelli di business, applicazioni, processi e/o servizi, con impatti significativi nella fornitura dei servizi”*¹⁴. Questa visione mette in risalto l'aspetto trasformativo del fenomeno, capace di incidere non solo sugli strumenti, ma anche sull'organizzazione complessiva del sistema finanziario.

Il Financial Stability Board (FSB), nel 2017, ha adottato una prospettiva più istituzionale, sottolineando come la fintech debba essere intesa come un insieme di innovazioni tecnologiche in grado di influenzare il funzionamento dei mercati e dei modelli di business delle istituzioni finanziarie¹⁵. In questa definizione l'accento viene posto sul potenziale impatto sistemico, e non solamente sui singoli strumenti o servizi.

Altre fonti hanno privilegiato l'aspetto sociale e inclusivo. La World Bank, attraverso il Global Findex Database 2021, ha evidenziato come le tecnologie finanziarie possano contribuire all'inclusione economica e sociale, ampliando l'accesso ai servizi anche a

¹³ Banca d'Italia, Fintech in Italia. Indagine Fintech, Roma, 2017.

¹⁴ P. Schueffel, “Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech”, Journal of Innovation Management, vol. 4, n. 4, 2016.

¹⁵ Financial Stability Board (FSB), Financial Stability Implications from Fintech, Basel, 2017.

fasce di popolazione tradizionalmente escluse¹⁶. Questo approccio mette in luce non solo l'efficienza della fintech, ma anche la sua funzione di strumento di equità.

Dall'analisi comparata delle principali definizioni emergono almeno quattro dimensioni ricorrenti, che posso essere considerate come il nucleo concettuale della fintech.

In primo luogo, la tecnologia come elemento facilitante; tutte le definizioni concordano nel riconoscere il ruolo centrale della tecnologia digitale come strumento di formazione. L'intelligenza artificiale, ad esempio, viene utilizzata per il *credit scoring* alternativo, il rilevamento delle frodi, il robo-advisory e l'automazione delle decisioni di investimento. La blockchain e le Distributed Ledger Technologies (DLT) offrono sistemi di pagamento decentralizzati e gestione sicura dei registri digitali. I Big Data e le data analytics permettono di individuare schemi nei comportamenti degli utenti e personalizzare i servizi, mentre le Application Programming Interfaces (API) aperte (*Open Banking*) favoriscono un ambiente collaborativo tra banche tradizionali e terze parti¹⁷.

Segue l'innovazione di prodotto, processo e distribuzione; la fintech non si limita a introdurre nuove interfacce digitali, ma riorganizza l'intera catena del valore. Tra i prodotti innovativi vi sono criptovalute, piattaforme peer-to-peer lending, soluzioni di crowdfunding e assicurazioni "*on demand*". Nei processi si registra la digitalizzazione di attività tradizionali, come l'identificazione del cliente tramite firma digitale o la riduzione dei tempi di concessione dei prestiti. Sul piano distributivo, infine, le innovazioni consentono di offrire servizi senza filiali fisiche, abbattendo costi e ampliando l'accessibilità. Organizzazioni come l'OECD e il World Economic Forum hanno sottolineato come queste trasformazioni abbiano migliorato velocità, flessibilità e personalizzazione dei servizi¹⁸.

Un terzo elemento è rappresentato dall'impatto sistemico; oltre a cambiare i comportamenti individuali, la fintech, produce effetti sull'intero sistema finanziario. Il Financial Stability Board (FSB) ha osservato che le banche tradizionali sono spinte a ridefinire i propri modelli, talvolta attraverso alleanze con startup fintech. I mercati

¹⁶ World Bank, The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19, Washington D.C., 2022.

¹⁷ OECD, Digital Disruption in Banking and its Impact on Competition, Parigi, 2018.

¹⁸ World Economic Forum, Beyond Fintech: A Pragmatic Assessment of Disruptive Potential in Financial Services, Ginevra, 2017.

diventano più competitivi e inclusivi, con una riduzione delle barriere all'ingresso e la nascita di nuovi segmenti. Anche gli utenti si trasformano, passando da una gestione passiva del denaro a una più attiva, supportata da strumenti di finanza “*self-service*”. Studi come l'EY Global Fintech Adoption Index mostrano che questa diffusione massiva può avere effetti ambivalenti: da un lato, aumenta l'efficienza e la concorrenza; dall'altro, genera nuovi rischi, legati alla sicurezza informatica e alla concentrazione tecnologica¹⁹.

Infine, emerge il potenziale inclusivo; una delle caratteristiche più apprezzate della fintech è la sua capacità di promuovere l'inclusione finanziaria. Attraverso strumenti digitali accessibili via smartphone, anche popolazioni prive di filiali bancarie possono usufruire di servizi essenziali come microprestiti, conti digitali e trasferimenti economici a basso costo. La Banca Mondiale e il Global Findex Database hanno evidenziato come questa dimensione inclusiva contribuisca a ridurre il divario finanziario e digitale, collegandosi direttamente agli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite²⁰.

In sintesi, la varietà di definizioni fornite da istituzioni, studiosi e organismi di vigilanza dimostra come la fintech non sia un concetto monolitico, bensì un fenomeno complesso e in continua evoluzione. Ciò che accomuna le diverse interpretazioni è la centralità della tecnologia come leva di cambiamento, unita alla capacità di rinnovare i servizi finanziari e di influenzare in profondità mercati, istituzioni e comportamenti individuali.

1.3. Le Tecnologie Abilitanti e i Nuovi Modelli di Business

Precedentemente abbiamo visto come la fintech è stata definita da istituzioni e studiosi, ora è necessario capire come funziona concretamente: quali tecnologie rendono possibile questa trasformazione e quali modelli di business ne sono scaturiti. La forza della fintech, infatti, non risiede solo in un concetto astratto, ma nella capacità di tradurre l'innovazione tecnologica in servizi reali, accessibili e competitivi²¹.

Tra le tecnologie che hanno avuto l'impatto più dirompente troviamo l'Intelligenza Artificiale (IA), ossia quell'insieme di sistemi informatici in grado di simulare capacità tipiche dell'uomo, come l'apprendimento e il riconoscimento di schermi²². Oggi le

¹⁹ EY, Global Fintech Adoption Index, Londra, 2019.

²⁰ World Bank, Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19, Washington D.C., 2021.

²¹ OECD, Digital Disruption in Banking and its Impact on Competition, Parigi, 2018.

²² European Banking Authority (EBA), Report on Big Data and Advanced Analytics, 2020.

banche digitali e le piattaforme fintech la utilizzano in applicazioni concrete: ad esempio, realtà come Revolut, la banca digitale nata a Londra che offre conti multivaluta, pagamenti internazionali e strumenti di investimento direttamente da un'applicazione²³, oppure Klarna, la fintech svedese che ha reso popolare il modello “*Buy Now, Pay Later*”, permettendo di acquistare subito e pagare in seguito in modo flessibile e spesso senza interessi²⁴. Queste aziende impiegano algoritmi di machine learning per valutare l'affidabilità creditizia dei clienti in tempo reale; Robinhood integra sistemi di IA per migliorare la gestione degli investimenti automatizzati²⁵; mentre istituzioni tradizionali come JPMorgan hanno sviluppato software basati sull'IA per individuare attività sospette e frodi con una precisione che supera i controlli umani²⁶.

Un'altra tecnologia che ha rivoluzionato il mondo fintech è la blockchain, insieme alle cosiddette DLT, cioè registri digitali distribuiti che permettono di registrare e condividere transazioni in modo sicuro, trasparente e immutabile, senza la necessità di un'autorità centrale. Queste nuove tecnologie hanno permesso la nascita di modelli di pagamento e scambio completamente nuovi. Non si tratta solo di Bitcoin o Ethereum: piattaforme come Ripple offrono sistemi di pagamento transfrontalieri più rapidi e meno costosi delle reti bancarie tradizionali; Ethereum consente di programmare *smart contracts* che si auto-eseguono senza bisogno di intermediari; e Binance ha reso accessibile a milioni di utenti un mercato di trading digitale globale²⁷.

Un ruolo altrettanto strategico è ricoperto dai Big Data, ossia quegli enormi insiemi di informazioni che ogni giorno vengono generati da transazioni, acquisti o semplicemente dall'accesso a un servizio digitale. La vera sfida per gli operatori non è soltanto raccogliarli, ma interpretarli in modo efficace. Le Neobanks come N26 e Monzo, banche nate interamente in digitale senza sportelli fisici, si basano fortemente sulla data analytics per anticipare le esigenze dei clienti e proporre prodotti personalizzati; allo stesso modo, società di Insurtech (termine che unisce le due parole “*insurance*”, ossia assicurazione e “*technology*” ossia tecnologia) hanno portato innovazione nel settore assicurativo: realtà come Lemonade sfruttano i Big Data per elaborare preventivi istantanei e automatizzare

²³ Revolut, About Revolut, Company Information, Londra, 2025.

²⁴ Klarna, About Us, Stoccolma, 2025.

²⁵ Robinhood, AI in Financial Services, Policy Position, 2025.

²⁶ JPMorgan, AI boosting payments efficiency & cutting fraud, New York, 2023.

²⁷ S. Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-peer Electronic Cash System, 2008.

la liquidazione dei sinistri, riducendo tempi e complessità rispetto alle compagnie tradizionali²⁸.

Infine, le API sono alla base dell'Open Banking: un modello che ha reso possibile la collaborazione tra banche e startup. Grazie a queste interfacce, aziende come Plaid (USA) o Tink (Europa) permettono di collegare in sicurezza i conti correnti a decine di applicazioni finanziarie, offrendo all'utente un ecosistema digitale integrato e personalizzabile²⁹.

| Tecnologia | Applicazioni nella fintech | Esempi |
|-------------------------------|---|--------------------------------------|
| Intelligenza Artificiale (IA) | Analisi dati, valutazione rischio, prevenzione frodi, investimenti automatizzati. | Revolut, Klarna, Robinhood, JPMorgan |
| Blockchain e DLT | Pagamenti transfrontalieri, criptovalute, smart contract, trading digitale. | Bitcoin, Ethereum, Ripple, Binance |
| Big Data | Personalizzazione servizi, valutazione rischio, assicurazione automatizzate. | N26, Monzo, Lemonade |
| Insurtech | Preventivi istantanei, gestione sinistri automatizzati, polizze digitali. | Lemonade, WeFox |
| API e Open Banking | Collegamento conti correnti a più applicazioni, ecosistemi digitali integrati e personalizzati. | Plaid, Tink |

Figura 1. Tecnologie abilitanti nella fintech e relative applicazioni. (Elaborazione personale; fonti: Nakamoto, 2008; Chishti & Barberis, 2016).

Le tecnologie abilitanti hanno dato origine a una pluralità di modelli di business che hanno ridefinito l'intermediazione finanziaria. Uno dei più rappresentativi è il crowdfunding, che consente alle imprese e ai singoli individui di raccogliere capitali direttamente da una comunità di investitori attraverso piattaforme digitali. Esperienze

²⁸ McKinsey & Company, Analytics in Banking: Time to Realize the Value, New York, 2018.

²⁹ European Banking Authority (EBA), Annual Report 2021, Paris, 2022.

come Kickstarter o Indiegogo, a livello internazionale, e Mamacrowd in Italia, mostrano come sia possibile *bypassare* i canali bancari tradizionali, offrendo nuove opportunità di finanziamento soprattutto alle startup e ai progetti imprenditoriali innovativi³⁰.

Accanto al crowdfunding si è affermato il peer-to-peer lending, che permette prestiti diretti tra privati o tra investitori e piccole o medie imprese. In questo ambito, realtà come Lending Club o Funding Circle hanno saputo proporre un'alternativa al credito bancario tradizionale, riducendo i costi di intermediazione e ampliando la platea dei soggetti che possono accedere a risorse finanziarie³¹.

Un altro modello ormai consolidato è quello del robo-advisory, che sfrutta algoritmi per offrire consulenza automatizzata sugli investimenti. Piattaforme come Betterment o Moneyfarm hanno dimostrato come l'automazione possa ridurre sensibilmente i costi rispetto alla consulenza tradizionale e, allo stesso tempo, rendere accessibili servizi di pianificazione finanziaria a categorie di risparmiatori che in passato ne erano escluse³².

Il settore assicurativo è stato investito dal fenomeno dell'Insurtech, con l'emergere di compagnie che si basano su processi completamente digitali. Startup come Lemonade³³ negli Stati Uniti o WeFox³⁴ in Germania hanno introdotto polizze "*on demand*", flessibili e attivabili in tempo reale, oltre a procedure di liquidazione dei sinistri rapide grazie all'uso dell'Intelligenza Artificiale.

Infine, le cosiddette neobanks o challenger banks, tra cui Revolut, N26 E Monzo, hanno scelto un modello interamente digitale, privo di filiali fisiche. La loro proposta punta su costi ridotti, interfacce *user-friendly* e una gamma di servizi che spazia dai conti correnti alle carte, fino alla gestione di investimenti e criptovalute, tutto accessibile da un'unica applicazione³⁵.

³⁰ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, "Crowdfunding: Tapping the Right Crowd", *Journal of Business Venturing*, vol. 29, 2014.

³¹ B. Zhang, et al., *The Rise of Peer-to-Peer Lending*, Cambridge Centre for Alternative Finance, 2016.

³² P. Sironi, *FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification*, Wiley, 2016.

³³ Lemonade, *Official Website, How It Works*, New York, 2025.

³⁴ WeFox, *About Us, Official Website*, Berlino, 2025.

³⁵ S. Chishti, J. Barberis, *The FINTECH Book*, Wiley, 2016.

| Modello di business | Caratteristiche principali | Esempi |
|----------------------------|--|----------------------------------|
| Piattaforme di pagamento | Transazioni istantanee, commissioni ridotte, sicurezza avanzata. | PayPal, Stripe, Square, Alipay. |
| Lending | Disintermediazione bancaria, accesso facilitato al credito, maggiore inclusione. | LendingClub, Funding Circle. |
| Crowdfunding | Investimenti in startup/PMI, democratizzazione dell'accesso ai capitali. | Seedrs, Crowdcube, Mamacrowd. |
| Robo-advisory | Gestione investimenti low-cost, personalizzazione, accessibilità. | Betterment, Moneyfarm, Scalable. |
| Insurtech | Preventivi immediati, gestione sinistri automatizzata, user experience semplificata. | Lemonade, WeFox. |
| Neobanks | Conti multivaluta, carte digitali, app mobile-first. | N26, Monzo, Revolut. |

Figura 2. Modelli di business fintech: caratteristiche ed esempi. (Elaborazione personale; fonti: Belleflamme et al., 2014; Zhang et al., 2016; Sironi, 2017; PwC, 2017; Chishti & Barberis, 2016).

La combinazione di tecnologie abilitanti e nuovi modelli di business sta creando un ecosistema finanziario profondamente diverso dal passato. Le startup fintech si muovono con grande agilità, mentre le banche tradizionali sono spinte a collaborare o ad acquisire soluzioni innovative per non perdere competitività. Secondo il World Economic Forum, il vero cambiamento non risiede tanto nelle singole innovazioni, quanto nelle capacità della fintech di ridisegnare le regole della concorrenza, abbattendo barriere di ingresso e riorganizzando il rapporto tra istituzioni, mercati e consumatori³⁶.

In conclusione, le tecnologie abilitanti non sono soltanto strumenti tecnici, ma veri e propri motori di trasformazione economica e sociale. Esse hanno reso possibili modelli

³⁶ World Economic Forum, *Beyond Fintech: A Pragmatic Assessment of Disruptive Potential in Financial Services*, Ginevra, 2017.

di business che, fino a pochi anni fa, apparivano marginali o sperimentali, e che oggi sono al centro dell'industria finanziaria globale.

1.4. Gli Attori dell'Ecosistema Fintech

La fintech non è soltanto il risultato di tecnologie innovative o di nuovi modelli business: è prima di tutto un ecosistema, ovvero un insieme di soggetti che interagiscono in modo dinamico e interdipendente³⁷. In questo contesto non basta considerare le piattaforme e le applicazioni: è necessario guardare a chi le sviluppa, a chi le utilizza, chi le regola e chi, dal sistema tradizionale, sceglie di adattarsi o allearsi. Solo analizzando gli attori coinvolti si comprende la portata della trasformazione in atto.

Come ogni ecosistema, anche quello fintech vive di relazioni multilaterali. Non esiste quindi un solo protagonista, ma una molteplicità di ruoli che cooperano o competono tra loro, contribuendo insieme all'evoluzione del sistema³⁸.

Il primo attore chiave è rappresentato dagli sviluppatori e dai fornitori di tecnologia, ossia coloro che progettano e realizzano le piattaforme digitali su cui si fondano i servizi fintech. Si tratta di un insieme molto eterogeneo, che include programmatori, ingeneri del software, esperti di sicurezza informatica e *data scientist*. Queste figure professionali traducono concetti teorici come intelligenza artificiale, blockchain o big data in strumenti concreti, accessibili al mercato.

Gli sviluppatori non operano soltanto all'interno delle startup fintech, ma spesso lavorano anche come terze parti a supporto delle banche tradizionali o come parte di grandi società tecnologiche (ad esempio Google, Amazon, Microsoft), che forniscono servizi di *cloud computing* e infrastrutture digitali per le applicazioni finanziarie³⁹.

Un esempio emblematico è quello di Plaid, azienda statunitense che ha sviluppato un sistema di interfacce (API) per collegare conti bancari a numerose applicazioni fintech. Senza soluzioni di questo tipo, che fungono da “ponti tecnologici”, l'Open Banking europeo o i servizi integrati di molte piattaforme non sarebbero possibili⁴⁰.

³⁷ IMF & World Bank, *Fintech and the Future of Finance*, Joint IMF-World Bank Note, Washington D. C., 2019.

³⁸ OECD, *The Fintech Ecosystem and Financial Stability*, 2020.

³⁹ Deloitte, *Cloud banking: More than just a CIO conversation*, Deloitte Insights, 2022.

⁴⁰ S. Chishti, J. Barberis, *The FINTECH Book*, Wiley, 2016.

La centralità degli sviluppatori non è solo tecnica ma anche strategica: sono spesso loro a introdurre innovazioni dirompenti, come gli *smart contracts* su blockchain, che successivamente vengono adottate dalle grandi istituzioni. In altre parole, senza questa componente creativa tecnica, l'ecosistema fintech non potrebbe evolvere.

Al centro dell'ecosistema troviamo le imprese fintech vere e proprie, cioè società che operano nel settore finanziario sfruttando le tecnologie digitali come principale leva competitiva. La maggior parte nasce come startup, con una forte propensione all'agilità organizzativa.

Queste imprese si distinguono per la capacità di identificare bisogni specifici dei clienti e rispondere con soluzioni mirate, spesso in nicchie di mercato trascurate dalle banche tradizionali. Alcune si focalizzano sui pagamenti digitali (ad esempio Stripe e Square), altre sui prestiti peer-to-peer (Lending Club, Funding Circle), altre ancora sulla gestione del risparmio e degli investimenti (Moneyfarm, Betterment). Nel settore assicurativo è stato dimostrato che anche un comparto considerato “rigido” può essere completamente ripensato attraverso il digitale⁴¹.

Un tratto distintivo delle imprese fintech è la rapidità di adattamento. A differenza delle banche, gravate da strutture organizzative complesse, queste aziende possono testare rapidamente nuovi prodotti, ritirare ciò che non funziona e raggiungere velocemente ciò che incontra il consenso del pubblico. Questa agilità le rende particolarmente adatte a rispondere ai cambiamenti di domanda, come è avvenuto durante la pandemia, quando molte fintech hanno introdotto in tempi brevissimi strumenti di pagamento contactless o microprestiti digitali.

Se gli sviluppatori forniscono le basi e le imprese fintech creano i servizi, sono i clienti e gli utenti finali a decretarne il successo. La fintech ha infatti cambiato radicalmente il ruolo del consumatore, trasformandolo da soggetto passivo a protagonista attivo.

Gli utenti oggi hanno la possibilità di scegliere tra un'offerta vastissima, comprare in tempo reale tassi, condizioni e servizi, e soprattutto personalizzare la propria esperienza finanziaria. App come Revolut o N26 permettono di aprire un conto in pochi minuti,

⁴¹ Deloitte Center for Financial Services, *Fintech by the Numbers: Incumbents, startups, and investors adapt to a maturing ecosystem*, 2017.

gestire spese, risparmi e investimenti direttamente da smartphone. Questo approccio “*user centric*” rappresenta una rottura rispetto al modello tradizionale, in cui il cliente si adattava alle procedure rigide delle banche⁴².

Secondo l’EY Global Fintech Adoption Index, oltre il 60% dei consumatori a livello globale ha utilizzato almeno un servizio fintech nel 2019, con punte che superano il 90% in Paesi come la Cina e l’India⁴³. Questo dato evidenzia come l’adozione non sia solo un fenomeno dei mercati sviluppati, ma una dinamica globale, legata anche al bisogno di inclusione finanziaria nei Paesi emergenti.

Il cliente diventa così parte integrante dell’ecosistema: con le sue scelte orienta la competizione tra operatori, stimola l’innovazione e contribuisce a stabilire nuovi standard di mercati.

In un sistema così dinamico non possono mancare i regolatori, cioè le istituzioni che hanno il compito di vigilare sul corretto funzionamento del mercato e sulla tutela dei consumatori. La regolazione della fintech è particolarmente delicata in quanto da un lato occorre garantire innovazione e concorrenza mentre dall’altro bisogna assicurare stabilità finanziaria e protezione da rischi come frodi, riciclaggio o cyber attacchi.

A livello internazionale, il Financial Stability Board monitora l’impatto sistemico della fintech, mentre in Europa l’European Banking Authority (EBA) e la Banca Centrale Europea (BCE) hanno promosso strumenti come le sandbox regolamentari, ambienti protetti in cui le startup possono sperimentare soluzioni innovative sotto supervisione, riducendo rischi⁴⁴.

In Italia la Consob e la Banca d’Italia hanno introdotto linee guida specifiche per le piattaforme di equity crowdfunding e per i nuovi servizi di pagamento digitali. Questo approccio riflette una logica di regolazione proattiva, che cerca di accompagnare l’innovazione invece di ostacolarla.

⁴² McKinsey & Company, Global Banking Annual Review 2021: The Last Pit Stop, New York, 2021.

⁴³ EY, Global Fintech Adoption Index, Londra, 2019.

⁴⁴ European Banking Authority (EBA), Report on Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs, Parigi, 2019.

Il ruolo dei regolatori è quindi duplice: di controllo, per garantire la stabilità del sistema, ma anche di facilitazione, per creare un contesto normativo favorevole allo sviluppo delle nuove tecnologie.

Un ultimo attore, spesso sottovalutato ma fondamentale, è rappresentato dagli intermediari tradizionali: banche, compagnie assicurative, società di consulenza. Se in un primo momento la fintech veniva percepita come una minaccia, oggi la tendenza è sempre più quella della collaborazione.

Molte banche hanno avviato *partnership* con startup fintech o le hanno acquisite, per integrare soluzioni innovative nei propri servizi. Ad esempio, BBVA e Santander in Spagna, così come Intesa Sanpaolo in Italia, hanno creato incubatori e acceleratori per startup fintech, trasformandosi da concorrenti in veri e propri partner strategici. Questo modello, spesso definito di *coopetition*, permette di unire la solidità patrimoniale e la base clienti delle banche tradizionali con la flessibilità e la creatività delle startup⁴⁵.

Parallelamente, anche le compagnie assicurative si stanno muovendo in questa direzione, collaborando con realtà Insurtech per digitalizzare i processi e ridurre i costi operativi.

La caratteristica più interessante della fintech risiede nel fatto che nessuno degli attori coinvolti può funzionare in isolamento e lo sviluppo dipende dalla loro collaborazione. Gli sviluppatori forniscono le infrastrutture tecnologiche, le imprese fintech progettano i servizi, i clienti li utilizzano e ne confermano l'efficacia, i regolatori garantiscono equilibrio e sicurezza, mentre gli intermediari tradizionali apportano risorse e stabilità al sistema.

L'ecosistema fintech è quindi un ambiente multilaterale e dinamico, in cui i confini tra competizione e cooperazione diventano sempre più sfumati. La sua forza risiede proprio nella rete di relazioni che si instaura tra soggetti diversi, e che permette al sistema di evolvere continuamente, adattandosi alle esigenze del mercato e alle sfide della regolazione.

⁴⁵ PwC, *Blurred Lines: How FinTech is Shaping Financial Services*, Londra, 2016.

CAPITOLO SECONDO

Strumenti di finanziamento

2.1. Strumenti Tradizionali

Prima di affrontare le nuove forme di raccolta introdotte dalla rivoluzione fintech, è necessario richiamare i principali strumenti tradizionali di finanziamento, ossia quei meccanismi attraverso cui imprese e famiglie hanno reperito risorse economiche per decenni. Questi strumenti non sono soltanto semplici tecniche operative, ma hanno plasmato l'architettura dei mercati, influenzando i modelli di sviluppo economico e costruito il rapporto di fiducia tra cittadini, banche e istituzioni⁴⁶ e ancora oggi rappresentano la colonna vertebrale del sistema finanziario, pur con i loro limiti e rigidità.

Il primo e più diffuso strumento è il credito bancario. Le sue radici risalgono al Medioevo, quando banchieri italiani come i Medici o i Fugger introdussero forme innovative di prestito e cambio che permisero al commercio europeo di espandersi⁴⁷. In età contemporanea il credito bancario è divenuto la linfa vitale dello sviluppo industriale, finanziando macchinari, fabbriche e infrastrutture. Oggi esso si configura come il prestito concesso da una banca a un soggetto privato o a un'impresa, dietro l'impegno di restituzione con interessi. La banca svolge la funzione di intermediario finanziario: raccoglie i depositi dei risparmiatori e li utilizza per erogare prestiti⁴⁸. Centrale in questo processo è la valutazione del merito creditizio, che misura la capacità del debitore di onorare i propri impegni. In passato questa valutazione si basava principalmente su bilanci e garanzie reali, mentre oggi è supportata da sistemi di *credit scoring* e, sempre più spesso, da algoritmi di intelligenza artificiale⁴⁹.

Le forme assunte dal credito bancario sono molteplici. I mutui costituiscono il prestito a lungo termine per eccellenza, impiegato soprattutto per l'acquisto di immobili. Le linee di credito consentono alle imprese di disporre di fondi predefiniti a seconda delle

⁴⁶ C. P. Kindleberger, *Storia della finanza. Dalla bolla dei tulipani alla crisi del subprime*, Bologna, il Mulino, 2010.

⁴⁷ R. de Roover, *The Rise and Decline of the Medici Bank*, Cambridge, Harvard University Press, 1963.

⁴⁸ F. S. Mishkin, *Economia della moneta, della banca e dei mercati finanziari*, Milano, Pearson, 2019.

⁴⁹ European Central Bank, *Guide on credit risk mitigation*, Frankfurt, ECB Report, 2020.

necessità, garantendo flessibilità nella gestione della liquidità. I fidi bancari, invece, permettono aperture di credito temporanee, spesso decisive per affrontare urgenze operative. Nonostante le differenze, tutte queste tipologie condividono la stessa logica: l'accesso a risorse finanziarie è subordinato alla fiducia che l'istituto di credito ripone nel cliente, fiducia che rappresenta la base dell'intero sistema bancario⁵⁰.

Accanto al credito bancario si collocano le obbligazioni, titoli di debito attraverso cui imprese e Stati raccolgono capitali direttamente dai mercati. Le prime emissioni obbligazionarie moderne risalgono ai prestiti pubblici delle monarchie europee del Seicento, destinati a finanziare guerre e infrastrutture. Oggi le obbligazioni sono strumenti standardizzati che garantiscono all'investitore un flusso periodico di interesse (le cosiddette cedole) e la restituzione del capitale a scadenza⁵¹. Per le imprese, l'emissione obbligazionaria è un modo per diversificare le fonti di finanziamento e rafforzare la propria credibilità sui mercati; per gli Stati, rappresenta un canale essenziale per sostenere la spesa pubblica e gestire il debito sovrano⁵².

Diverso è il caso delle azioni, che non rappresentano debito bensì quote di proprietà. La loro origine risale alle grandi compagnie coloniali, come la Compagnia delle Indie Orientali, che introdussero il concetto di rischio condiviso tra più investitori⁵³. Chi acquista un'azione diventa socio dell'impresa, partecipa agli utili sotto forma di dividendi e può esercitare diritto di voto nelle assemblee. Questa forma di raccolta, che rientra nel cosiddetto capitale di rischio, è fondamentale per le società quotate in borsa, ma interessa anche realtà non quotate attraverso aumenti di capitale privati. Le azioni permettono di raccogliere fondi senza creare obblighi di restituzione, ma comportano una diluizione del controllo e la necessità di condividere utili e decisioni con i nuovi soci⁵⁴.

Un ulteriore strumento, particolarmente apprezzato dalle piccole e medie imprese, è il leasing. Con esso un'impresa può utilizzare un bene strumentale, come un macchinario, un impianto o un veicolo, pagando un canone periodico senza acquistarlo subito. Al termine del contratto è prevista la possibilità di riscattare il bene diventandone

⁵⁰ Banca d'Italia, relazione Annuale 2023, Roma, 2024.

⁵¹ F. J. Fabozzi, *Bond Markets, Analysis, and Strategies*, Boston, Pearson, 2018.

⁵² International Monetary Fund, *Global Debt Database Report*, Washington D. C., IMF, 2022.

⁵³ J. B. Baskin, *A History of Corporate Finance*, Cambridge, Cambridge University Press, 1999.

⁵⁴ R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen, *principi di finanza aziendale*, Milano, McGraw-Hill, 2020.

proprietaria oppure di restituirlo⁵⁵. Il leasing ha trovato ampio spazio in Italia a partire dagli anni Sessanta e si è affermato come una soluzione flessibile che permette di ridurre l'impegno iniziale di capitale, preservando risorse per altre esigenze operative⁵⁶.

Tutti questi strumenti ruotano attorno a una distinzione cruciale: quella tra debito ed equity. Il debito comprende mutui, fidi, linee di credito e obbligazioni: l'impresa ottiene capitale che dovrà restituire con interessi, mantenendo però il pieno controllo societario. L'equity, invece, riguarda il capitale di rischio e quindi le azioni: in questo caso non vi è obbligo di rimborso, ma l'impresa cede una parte della proprietà e con essa il diritto di partecipare agli utili e alle decisioni aziendali⁵⁷. La scelta tra debito ed equity non è mai neutra e dipende da molteplici fattori: il contesto macroeconomico, il settore di appartenenza, la fase di vita dell'impresa e la propensione al rischio degli imprenditori⁵⁸.

In definitiva, gli strumenti tradizionali di finanziamento hanno rappresentato per secoli la struttura portante della finanza. Se talvolta appaiono burocratici e meno inclusivi rispetto alle innovazioni digitali, essi offrono stabilità, regole consolidate e una tutela degli investitori che rimane fondamentale. Comprenderli è indispensabile per interpretare la logica delle nuove forme introdotte dalla fintech, le quali non nascono dal nulla, ma si innestano su modelli storici che hanno reso possibile la crescita economica moderna⁵⁹.

2.2. Strumenti Innovativi di Finanziamento

Negli ultimi decenni il panorama finanziario ha conosciuto una trasformazione radicale, segnata dall'avvento delle tecnologie digitali, dalla crescente interconnessione dei mercati e dalla diffusione di nuove esigenze di rapidità e inclusività. Se gli strumenti tradizionali di raccolta hanno rappresentato per secoli l'ossatura della finanza, le dinamiche globali e l'accelerazione tecnologica hanno favorito la nascita di strumenti innovativi, capaci di rispondere a bisogni emergenti e di ridefinire il rapporto tra capitale e impresa⁶⁰. Non si tratta soltanto di una "digitalizzazione" dei modelli preesistenti, ma

⁵⁵ A. Forestieri, *Economia degli intermediari finanziari*, Milano, Egea, 2018.

⁵⁶ Assilea, *Rapporto sul leasing in Italia 2023*, Milano, 2023.

⁵⁷ J. E. Stiglitz, *Economics of the Public Sector*, New York, W. W. Norton, 2015.

⁵⁸ OECD, *OECD Business and Finance Outlook 2021*, OECD Publishing, Paris, 2021.

⁵⁹ World Bank, *Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis*, Washington D. C., World Bank Report, 2020.

⁶⁰ OECD, *OECD Business and Finance Outlook 2021*, OECD Publishing, 2022.

della creazione di logiche di interazione completamente nuove tra investitori, imprese e consumatori⁶¹.

Questi strumenti, comunemente definiti innovativi, hanno dato origine a un ecosistema più dinamico e partecipativo, in cui la concessione tra domanda e offerta di capitali non passa più esclusivamente attraverso intermediari tradizionali, ma viene facilitata da piattaforme online, infrastrutture digitali e reti globali. Tale evoluzione ha reso la finanza più accessibile, allargando la platea dei potenziali investitori e includendo soggetti che, fino a pochi anni fa, erano esclusi dal mercato⁶².

Tra i modelli più rappresentativi spicca il crowdfunding, forse la forma più nota e democratica di finanza alternativa. Nato inizialmente per sostenere progetti culturali e creativi, il crowdfunding si è rapidamente affermato anche in ambito imprenditoriale e sociale. Attraverso specifiche piattaforme online i singoli individui possono contribuire con piccole somme al finanziamento di iniziative diverse, dall'avvio di startup tecnologiche alla realizzazione di opere artistiche o campagne di solidarietà. La forza del modello risiede nella sua flessibilità: a seconda della formula adottata, la raccolta può adattarsi agli obiettivi del progetto e alle aspettative degli investitori⁶³. In particolare, l'equity crowdfunding, introdotto in Italia nel 2012 e regolato dalla Consob, rappresenta una svolta per le piccole e medie imprese, che hanno potuto aprirsi al mercato dei capitali senza dover ricorrere esclusivamente al sistema bancario⁶⁴.

Accanto al crowdfunding si è affermato il modello del peer-to-peer lending (P2P), che consente a privati e imprese di ottenere prestiti direttamente da altri soggetti, senza la mediazione di una banca. Questo strumento riduce i costi di intermediazione e amplia la platea dei finanziatori, permettendo l'accesso al credito a soggetti che, nei canali tradizionali, avrebbero incontrato ostacoli⁶⁵. Il P2P lending si è diffuso soprattutto nei mercati anglosassoni, dove la minore rigidità normativa ha favorito l'espansione delle

⁶¹ D. Zetsche, R. Buckley, D. Arner, J. Barberis, *From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, New York University Journal of Law and Business, 2020.

⁶² World Bank, *The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19*, Washington D. C., 2022.

⁶³ E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An exploratory study*, Journal of Business Venturing, 2014.

⁶⁴ Consob, *Delibera n. 18592/2013, Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online*, Roma, 2013.

⁶⁵ European Central Bank, *Financial Stability Review*; Frankfurt, ECB, 2021.

piattaforme. In Europa e in Italia il settore è disciplinato con maggiore cautela, ma resta una delle forme più significative di disintermediazione finanziaria⁶⁶.

Un ulteriore salto di qualità è stato reso possibile dalla blockchain, che ha introdotto strumenti radicalmente innovativi. Le Initial Coin Offerings (ICO) hanno consentito alle imprese di raccogliere capitali emettendo *token* digitali acquistabili in cambio di criptovalute, spesso senza la necessità di intermediari o procedure complesse. Le Security Token Offerings (STO) hanno poi rappresentato un'evoluzione regolamentata di questo modello: i *token* emessi non sono semplici “gettoni digitali”, ma strumenti che attribuiscono veri e propri diritti patrimoniali, analoghi a quelli delle azioni o delle obbligazioni⁶⁷. Questo ha aperto nuove prospettive di raccolta per le imprese innovative, pur sollevando questioni cruciali di regolamentazione e tutela degli investitori.

Non mancano inoltre casi in cui strumenti già conosciuti vengono ripensati in chiave digitale come nel caso dell'invoice trading e del factoring online, modelli che consentono alle imprese di cedere le proprie fatture commerciali a investitori terzi tramite piattaforme fintech. In questo modo si ottiene liquidità immediata, riducendo i tempi di incasso e attenuando i rischi legati a ritardi nei pagamenti⁶⁸. Per molte piccole e medie imprese italiane, spesso penalizzate da problemi di liquidità e da dilazioni nei pagamenti, questi strumenti hanno rappresentato una boccata d'ossigeno⁶⁹.

In conclusione, gli strumenti innovativi di finanziamento non si limitano a costruire un'alternativa alle forme tradizionali, ma rappresentano un cambiamento culturale nel rapporto tra capitale e impresa. Si fondano su principi di collaborazione, trasparenza e accessibilità, aprendo prospettive di crescita anche a soggetti che fino a poco tempo fa erano esclusi dal mercato. Naturalmente, la loro diffusione non è priva di criticità: la regolamentazione, la sicurezza informatica e la tutela degli investitori restano nodi centrali⁷⁰. Tuttavia, è innegabile che tali strumenti rappresentino oggi una delle frontiere

⁶⁶ European Banking Authority (EBA), Report on Crowdfunding Regulations, Recommendation, Paris, EBA, 2019.

⁶⁷ IOSCO, Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms, Madrid, IOSCO Report, 2021.

⁶⁸ Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, Roma, 2012.

⁶⁹ Osservatorio Fintech & Insurtech, Politecnico di Milano, Rapporto Fintech & Insurtech 2022, Milano, 2022.

⁷⁰ IMF, Fintech and Financial Stability, Washington D. C., IMF Report, 2022.

più stimolanti e dinamiche della finanza contemporanea, destinata a incidere profondamente sul futuro dei mercati.

2.3. Tradizione vs Innovazione: Limiti e Vantaggi

Il confronto tra strumenti tradizionali e strumenti innovativi di finanziamento non si esaurisce in un'analisi tecnica, ma tocca dimensioni più profonde, che riguardano il modo in cui le imprese reperiscono risorse, i rapporti di fiducia tra operatori e la cultura stessa della finanza. Da un lato, il sistema tradizionale offre stabilità, continuità e regole consolidate; dall'altro le nuove soluzioni digitali introducono flessibilità, velocità e inclusione, aprendo scenari che fino a pochi anni fa sembravano inimmaginabili⁷¹.

Uno dei principali punti di forza degli strumenti tradizionali, come mutui, obbligazioni e azioni, è la solidità normativa. Essi si muovono all'interno di cornici giuridiche e regolamentari precise, frutto di decenni, se non secoli, di evoluzione. Il credito bancario, ad esempio, è tutelato dal Testo Unico Bancario e vigilato da autorità come la Banca d'Italia e la BCE, che ne garantiscono trasparenza e stabilità⁷². Analogamente, i mercati azionari e obbligazionari sono regolati dalla Consob e da organismi internazionali che impongono obblighi informativi e controlli rigorosi. Questa regolamentazione rende i tradizionali strumenti di raccolta affidabili e sicuri, riducendo il rischio di abusi e tutelando gli investitori. Tuttavia, proprio queste regole determinano spesso burocrazia e lentezza: ottenere un mutuo, emettere un *bond* o quotarsi in borsa richiede tempi lunghi, procedure complesse e costi elevati⁷³.

Gli strumenti innovativi, al contrario, nascono dall'esigenza di semplificare e accelerare i processi. Una campagna di equity crowdfunding può essere avviata in poche settimane, e un prestito peer-to-peer può essere erogato in tempi molto più rapidi rispetto a un finanziamento bancario. Questo aspetto li rende particolarmente attraenti per startup e piccole imprese, che spesso non dispongono né del tempo né delle risorse necessarie per affrontare i percorsi tradizionali⁷⁴. Tuttavia, la rapidità si accompagna a un rischio: quello della minor protezione per gli investitori. Se un'obbligazione è garantita da prospetti

⁷¹ OECD, OECD Business and Finance Outlook 2021, OECD Publishing, 2022.

⁷² Italia, D.lgs. 385/1993, Testo Unico Bancario (TUB), Roma, 2023.

⁷³ Consob, Delibera n. 11971/1999, Regolamento Emittenti, e successive modifiche, Roma, 2022.

⁷⁴ World Bank, The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19, Washington D. C., 2022.

regolamentati e da un quadro di vigilanza consolidato, un progetto finanziato su una piattaforma digitale può essere esposto a rischi maggiori di *default* o inefficienza gestionale⁷⁵.

Dal punto di vista dei costi, gli strumenti tradizionali richiedono oneri significativi. L'emissione di un *bond* comporta spese di collocamento e consulenza; la quotazione in borsa implica costi di *listing* e obblighi di trasparenza permanenti; i mutui bancari prevedono spese notarili, istruttorie e polizze accessorie. Gli strumenti innovativi, al contrario, si presentano come più economici e accessibili: per avviare una campagna di crowdfunding o un progetto di invoice trading non sono necessarie infrastrutture complesse, e le commissioni richieste dalle piattaforme sono spesso inferiori a quelle degli intermediari tradizionali⁷⁶. Tuttavia, questi vantaggi di costo non devono far dimenticare che le piattaforme fintech devono anch'esse sostenere spese di gestione, *compliance* e sicurezza informatica, che a lungo termine possono tradursi in commissioni più elevate o in barriere all'ingresso per i progetti più piccoli.

Un altro aspetto cruciale riguarda la fiducia. Nei sistemi tradizionali essa si fonda sulla reputazione delle banche, sulla stabilità degli Stati emittenti e sul funzionamento dei mercati regolamentati. La crisi finanziaria del 2008 ha però dimostrato quanto fragile possa essere tale fiducia, quando gli stessi attori istituzionali si rivelano vulnerabili a comportamenti speculativi o a cattive pratiche⁷⁷. Gli strumenti innovativi, invece, costruiscono la fiducia attraverso la trasparenza digitale: piattaforme online che rendono pubbliche le condizioni contrattuali, sistemi di *rating* e recensioni degli investitori, blockchain che registra in modo immutabile le transazioni. Si tratta di una fiducia "orizzontale", generata dalla comunità stessa degli utenti più che da un'autorità centrale⁷⁸.

La differenza si coglie anche sul piano dell'inclusione finanziaria. Gli strumenti tradizionali tendono a privilegiare imprese già solide, con bilanci certificati e garanzie patrimoniali, lasciando escluse startup e piccole e medie imprese (PMI) innovative. Al contrario, le nuove forme digitali si rivolgono anche a questi soggetti, offrendo loro la

⁷⁵ European Banking Authority (EBA), Report on Crowdfunding Regulation, Recommendations, Paris, EBA, 2019.

⁷⁶ Osservatorio Crowdfunding, Politecnico di Milano, Crowdfunding Report 2023, Milano, 2023.

⁷⁷ J. E. Stiglitz, *Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy*, New York, W.W. Norton, 2010.

⁷⁸ S. Nakamoto, *Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System*, 2008.

possibilità di raccogliere capitali senza le barriere all'ingresso tipiche del sistema bancario o dei mercati regolamentati⁷⁹. Questo ha reso la finanza più democratica, sebbene con il rovescio della medaglia di una maggiore esposizione al rischio.

Un ultimo elemento da considerare riguarda la prospettiva culturale. Gli strumenti tradizionali incarnano un modello di finanza gerarchica, in cui pochi attori centrali, come banche, stati e grandi imprese, gestiscono i flussi di capitale. Gli strumenti innovativi, invece, riflettono una logica partecipativa e reticolare, tipica dell'era digitale, in cui il singolo cittadino può diventare investitore, prestatore o socio con un semplice clic. Questo passaggio segna un vero e proprio cambiamento di paradigma, in cui la finanza non è più solo “subita” ma anche “costruita” attivamente dai suoi partecipanti⁸⁰.

In conclusione, il confronto tra tradizione e innovazione non deve essere letto come un'alternativa radicale, ma come una dialettica destinata a produrre nuove sintesi. Da un lato, gli strumenti tradizionali offrono stabilità, regolamentazione e sicurezza; dall'altro quelli innovativi portano rapidità, inclusione e nuove opportunità di crescita. Il futuro della finanza, verosimilmente, non sarà né completamente tradizionale né interamente digitale, ma una combinazione ibrida dei due modelli, capace di coniugare la solidità delle regole con la vitalità delle innovazioni⁸¹.

⁷⁹ IMF, Fintech and Financial Stability, IMF Staff Discussion Note, Washington D.C., 2022.

⁸⁰ D. Zetsche, R. Buckley, D. Arner, J. Barberis, Fintech and the Future of Finance, European Business Organization Law Review, 2020.

⁸¹ European Central Bank, Financial Stability Review, Frankfurt, ECB Report, 2022.

CAPITOLO TERZO

Il crowdfunding

3.1. Definizione e Funzionamento

Il crowdfunding, termine che deriva dall'unione delle parole inglesi *crowd* (folla) e *funding* (finanziamento), è oggi uno degli strumenti più rappresentativi della finanza innovativa. Esso indica un processo di raccolta collettiva di capitali tramite internet, in cui una moltitudine di soggetti contribuisce, anche con somme di piccole entità, al finanziamento di progetti imprenditoriali, culturali o sociali. La sua forza non risiede solo nella capacità di generare risorse economiche, ma nel coinvolgere direttamente la comunità, trasformando i finanziatori in protagonisti attivi della crescita di un'idea⁸².

La letteratura ha proposto numerose definizioni. Alcuni studiosi lo descrivono come *“un nuovo paradigma di intermediazione finanziaria che mobilita le risorse di un ampio pubblico per sostenere iniziative che, in assenza della rete, avrebbero avuto scarse possibilità di essere finanziate”*⁸³. Altri ne sottolineano l'aspetto democratico, evidenziando come il crowdfunding abbia reso possibile l'accesso al capitale anche a soggetti tradizionalmente esclusi dal credito bancario o dai mercati regolamentati⁸⁴. Le istituzioni internazionali, a loro volta, hanno offerto descrizioni ufficiali. La Commissione Europea lo considera *“un'alternativa di finanziamento basata su piattaforme online che collegano direttamente imprenditori, startup e PMI con una vasta platea di potenziali investitori”*⁸⁵. La Banca Mondiale, in un celebre rapporto, ha parlato di *“strumento in grado di promuovere inclusione finanziaria, sviluppo imprenditoriale e crescita economica nei paesi emergenti”*⁸⁶

⁸² E. Mollick, *The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study*, Journal of Business Venturing, 2014.

⁸³ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, *Crowdfunding: Tapping the Right Crowd*, Journal of Business Venturing, 2014.

⁸⁴ A. Ordanini, L. Miceli, M. Pizzetti, A. Parasuraman, *Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms*, Journal of Service Management, 2011.

⁸⁵ Commissione Europea, *Communication on Crowdfunding in the European Union*, Bruxelles, 2014.

⁸⁶ World Bank, *Crowdfunding's Potential for the Developing World*, Washington D.C., World Bank Report, 2013.

Non va dimenticato che il crowdfunding affonda le sue radici in pratiche collettive di finanziamento ben precedenti all'era digitale. Già nel XIX secolo, ad esempio, fu grazie a una campagna pubblica che i cittadini americani contribuirono alla costruzione del basamento della Statua della Libertà. Tuttavia, è solo con internet e con la diffusione dei social media che il fenomeno ha assunto una portata globale, trasformandosi in una vera e propria industria finanziaria⁸⁷.

Il funzionamento del crowdfunding appare intuitivo, ma racchiude dinamiche complesse. Tutto ha inizio con la presentazione di un progetto da parte di un soggetto proponente (una startup, una PMI, un'associazione culturale o un singolo individuo). La proposta viene caricata su una piattaforma digitale, che funge da vetrina e da infrastruttura tecnologica. Qui il progetto è illustrato attraverso una descrizione, un obiettivo economico, la durata della campagna e, talvolta, materiali multimediali come video, immagini o testimonianze, che servono a convincere i potenziali finanziatori.

Una volta pubblicata la campagna, entra in gioco la folla: un insieme eterogeneo di soggetti che, in base ai propri interessi, decide se contribuire. Il principio è quello della somma di molti piccoli contributi, che, messi insieme, consentono di raggiungere cifre significative. In base alle regole della piattaforma, il promotore riceve i fondi solo se viene raggiunta la soglia prefissata (*all-or-nothing*) oppure in ogni caso, anche con importi parziali (*keep-it-all*)⁸⁸.

Le piattaforme svolgono un ruolo centrale: da un lato forniscono la tecnologia per mettere in contatto domanda e offerta di capitale, dall'altro stabiliscono regole, procedure di selezione, sistemi di pagamento e, talvolta, meccanismi di tutela degli investitori. Molte adottano sistemi di *rating*, recensioni e filtri di qualità per ridurre i rischi di frodi o progetti irrealistici. Inoltre, definiscono le commissioni da applicare, che costituiscono la loro principale fonte di ricavo.

Ogni specifico attore del crowdfunding ha obiettivi propri, benefici e costi da sostenere, e contribuisce in modo diverso al funzionamento dell'ecosistema. I protagonisti di questo

⁸⁷ A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, NBER Working Paper No. 19133, 2013.

⁸⁸ P. Belleflamme, T. Lambert, Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings, SSRN Electronic Journal, 2013.

sistema sono principalmente quattro: la piattaforma, gli imprenditori che lanciano l'iniziativa, i finanziatori che scelgono di sostenerla e lo Stato, che definisce le regole entro cui tali pratiche si sviluppano.

La piattaforma rappresenta il fulcro operativo del crowdfunding, in quanto fornisce l'infrastruttura digitale che consente l'incontro tra domanda di capitale e l'offerta di risorse. Essa funziona come un vero e proprio intermediario finanziario, riducendo le asimmetrie informative tra proponenti e sostenitori e accelerando i tempi di raccolta rispetto ai canali tradizionali⁸⁹. Nata nell'alveo del Web 2.0, la piattaforma si inserisce tra le cosiddette “*two-sided platforms*”, ovvero piattaforme in grado di mettere in contatto due categorie di utenti, in questo caso promotori e investitori, facilitando il matching e riducendo i costi di transazione⁹⁰. A differenza delle piattaforme di incontro “uno a uno”, il crowdfunding si basa su un modello “uno a molti”, poiché per finanziare un singolo progetto è necessario il contributo di più soggetti. Il modello di remunerazione più diffuso è la commissione sul capitale raccolto, che in media si attesta tra il 5% e il 6%, ma non mancano varianti: alcune piattaforme prevedono quote di iscrizione annuali, altre si remunerano attraverso la distribuzione di dividendi o persino con partecipazioni azionarie nelle imprese finanziate⁹¹. La diversificazione dei modelli di business riflette la natura stessa delle piattaforme, che non sono semplici siti web, ma vere e proprie startup innovative impegnate a trovare forme sostenibili di crescita⁹².

Gli imprenditori, definiti anche *fundraiser*, sono coloro che lanciano la campagna con l'obiettivo di raccogliere risorse per un progetto. Possono essere startup in fase iniziale, piccole e medie imprese, artisti, ricercatori, musicisti o associazioni non profit. Oltre all'ottenimento del capitale, il crowdfunding offre loro l'opportunità di validare il progetto sul mercato, individuare un pubblico di riferimento e rafforzare la relazione con i consumatori. In questo senso, la campagna non è solo un mezzo di raccolta fondi, ma diventa anche uno strumento di marketing, capace di generare visibilità e costruire una

⁸⁹ D. Zetsche, R. Buckley, D. Arner, J. Barberis, Fintech and the Future of Finance, European Business Organization Law Review, 2020.

⁹⁰ J. C. Rochet, J. Tirole, Platform Competition in Two-Sided Markets, Journal of the European Economic Association, 2003.

⁹¹ Osservatorio Crowdfunding, Politecnico di Milano, Crowdfunding Report 2023, Milano, 2023.

⁹² P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, Journal of Business Venturing, 2014.

community attorno al prodotto o all'idea proposta⁹³. Gli studiosi hanno rilevato come il crowdfunding consenta di ridurre il rischio legato alla novità, aiutando i promotori a superare la cosiddetta *liability of newness*, ovvero la difficoltà che i nuovi progetti incontrano nell'acquistare credibilità e fiducia da parte del mercato⁹⁴. Tuttavia, gli imprenditori affrontano anche dei rischi: la pubblicazione dettagliata del progetto implica la possibilità che esso venga copiato o imitato, rendendo cruciale la questione della protezione dei diritti di proprietà intellettuale⁹⁵.

I finanziatori, o *crowdfunders*, rappresentano l'altro lato della folla. Si tratta generalmente di privati cittadini adulti che, grazie al web, possono partecipare a campagne di raccolta anche con piccoli importi. In questo modo l'accesso al finanziamento diventa potenzialmente aperto a tutti, senza vincoli di appartenenza a particolari categorie di investitori. Non tutti i membri della folla, tuttavia, diventano effettivi finanziatori: la "*crowd*" indica la comunità complessiva a cui viene rivolto l'invito, ma soltanto una parte di essa risponde concretamente con contributi monetari. Le motivazioni alla base della decisione di partecipare sono molteplici: dal desiderio di sostenere un progetto in cui si crede, alla volontà di ottenere un ritorno economico, fino alla semplice partecipazione emotiva a un'idea condivisa⁹⁶.

Infine, lo Stato riveste un ruolo decisivo nella regolamentazione del settore. Essendo un fenomeno relativamente recente e in rapida evoluzione, il crowdfunding si è sviluppato in modo eterogeneo nei diversi Paesi, riflettendo differenze normative e culturali.

In prospettiva, la regolamentazione continuerà ad avere un ruolo chiave nel determinare il grado di diffusione e di successo del fenomeno, stabilendo il giusto equilibrio tra innovazione e protezione.

⁹³ A. Ordanini, L. Miceli, M. Pizzetti, A. Parasuraman, Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms, *Journal of Service Management*, 2011.

⁹⁴ A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, NBER Working Paper No. 19133, 2013.

⁹⁵ M. G. Colombo, C. Franzoni, C. Rossi-Lamastra, Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding, *Entrepreneurship Theory and Practice*, 2015.

⁹⁶ E. Gerber, J. Hui, P. Kuo, Crowdfunding: Why People Are Motivated to Participate, Northwestern University Report, 2012.

3.2. Tipologie di Crowdfunding

Il termine crowdfunding è usato spesso in maniera generica, ma in realtà racchiude al suo interno un insieme di modelli diversi, che si distinguono per le logiche di funzionamento, per il tipo di rapporto che si crea tra promotori e sostenitori e per le ricompense che i finanziatori ricevono in cambio del loro contributo. Non esiste quindi un unico crowdfunding, bensì un ventaglio di tipologie, ciascuna con vantaggi, limiti e ambiti applicativi peculiari⁹⁷.

La prima forma che si è diffusa, e che ancora oggi rimane tra le più popolari, è il donation-based crowdfunding. Questo modello costituisce la forma più spontanea e solidale, in questo caso, infatti, chi partecipa alla campagna lo fa senza aspettarsi un ritorno economico: la motivazione principale è il sostegno a una causa percepita come meritevole, che può essere di natura sociale, culturale o umanitaria. È il crowdfunding della solidarietà, delle raccolte fondi per ospedali, scuole o emergenze naturali, dove la ricompensa è simbolica, spesso limitata a un ringraziamento o a una menzione sul sito della campagna⁹⁸. La forza di questo modello risiede nella capacità di trasformare l'empatia in azione concreta: piattaforme come GoFundMe hanno reso globale la pratica del dono, con milioni di micro-contributi che sostengono ogni anno famiglie e comunità. La criticità, però, è evidente: il donation-based non garantisce continuità nel tempo, perché il successo dipende dall'impatto emotivo della causa e dalla capacità di coinvolgere rapidamente la folla⁹⁹.

Insieme a questo modello, è nato il crowdfunding basato sulle ricompense, che introduce un'idea di scambio simbolico. Qui, i sostenitori ottengono una ricompensa, che può essere materiale o esperienziale; potrebbe trattarsi di un gadget, di un prodotto in anteprima, di un biglietto per un evento o anche l'opportunità di contribuire creativamente al progetto. In questo modo, i finanziatori diventano i primi clienti e ambasciatori delle idee che sostengono. Kickstarter è la piattaforma più conosciuta, che ha permesso a una miriade di innovazioni di entrare nel mercato, da videogiochi indie a prodotti *hi-tech* che poi

⁹⁷ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, *Journal of Business Venturing*, 2014.

⁹⁸ A. Ordanini, L. Miceli, M. Pizzetti, A. Parasuraman, Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms, *Journal of Service Management*, 2011.

⁹⁹ E. Gerber, J. Hui, P. Kuo, Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation, *ACM Transactions on Computer-Human Interaction*, 2014.

hanno raggiunto una notorietà globale. In Italia, è emersa anche una versione di settore, come Musicraiser, che ha dato la possibilità a musicisti emergenti di produrre album grazie al sostegno diretto dei loro fan. Quindi, il modello basato sulle ricompense si fonda su un patto di fiducia: i finanziatori credono nel progetto e ricevono in cambio un bene concreto. Tuttavia, c'è il rischio di un'*execution gap*: non tutti i progetti riescono a consegnare quello che hanno promesso, e i sostenitori devono fare i conti con un certo grado di incertezza.¹⁰⁰

Diversa è la logica del lending-based crowdfunding, o peer-to-peer lending, che riproduce la dinamica del credito. In questo caso, i sostenitori prestano somme di denaro a privati o imprese con l'aspettativa di ricevere indietro il capitale più un interesse. A differenza del sistema bancario tradizionale, la piattaforma riduce le barriere di accesso e i costi di intermediazione, permettendo a soggetti esclusi dal credito formale di ottenere liquidità. Due le principali varianti: il micro-lending, diffuso nei paesi in via di sviluppo, che offre prestiti di piccola entità a imprenditori informali o a persone a basso reddito; e il peer-to-peer lending in senso stretto, oggi molto diffuso nei paesi anglosassoni, dove privati e PMI ottengono capitali in tempi rapidi¹⁰¹. Il caso Funding Circle, nato nel Regno Unito, dimostra come il lending-based possa diventare un canale alternativo significativo per le piccole imprese. Tuttavia, la mancanza di garanzie solide espone i finanziatori al rischio di insolvenza, rendendo necessario un attento sistema di *rating* e controllo¹⁰².

Il modello più complesso e innovativo è l'equity crowdfunding, in cui i finanziatori diventano veri e propri investitori. In cambio del capitale versato acquisiscono quote della società, partecipando ai rischi e ai benefici dell'attività imprenditoriale. Per le imprese questo significa raccogliere risorse senza generare debito, ampliando la propria base sociale; per gli investitori rappresenta l'opportunità di entrare in mercati che un tempo erano appannaggio di business angels e venture capital. L'Italia ha svolto un ruolo pionieristico: è stato il primo Paese europeo a adottare una disciplina specifica con il Regolamento Consob del 2012, che ha aperto alle PMI innovative l'accesso al mercato

¹⁰⁰ P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, Crowdfunding: Tapping the Right Crowd, *Journal of Business Venturing*, 2014.

¹⁰¹ C. Everett, Origins and Development of Credit-based Crowdfunding, *SSRN Electronic Journal*, 2014.

¹⁰² European Banking Authority (EBA), Report on Crowdfunding Regulation, Recommendations, Paris, EBA, 2019.

dei capitali tramite piattaforme online¹⁰³. Oggi piattaforme come Mamacrowd hanno reso questa pratica sempre più diffusa, consentendo anche ai piccoli risparmiatori di investire in startup ad alto potenziale. Tuttavia, l'equity crowdfunding è caratterizzata da rischi significativi: la maggior parte delle startup non sopravvive oltre i primi anni di vita, e gli investitori devono essere consapevoli che il capitale investito può andare perduto¹⁰⁴.

A fianco di queste tipologie, il crowdfunding si distingue anche per i modelli di raccolta. Il più diffuso è l'*All or Nothing* (AON): il promotore riceve i fondi solo se la soglia prestabilita viene raggiunta. Questa modalità crea fiducia nei sostenitori, poiché riduce il rischio che un progetto venga avviato senza risorse insufficienti. In alternativa, alcune piattaforme adottano il modello Keep it All (KIA), in cui il promotore trattiene comunque le somme raccolte, anche se inferiori al target. Se da un lato ciò garantisce maggiore flessibilità, dall'altro aumenta il rischio che i progetti restino sotto-finanziati e non possano essere completati¹⁰⁵.

In conclusione, donation, reward, lending ed equity crowdfunding rappresentano quattro modi diversi di intendere la relazione tra capitale e comunità: dal dono filantropico all'investimento speculativo, dalla logica della solidarietà a quella del mercato. Questa pluralità dimostra che il crowdfunding non è solo uno strumento finanziario, ma una pratica sociale in continua trasformazione, capace di unire motivazioni economiche ed emotive, partecipazione comunitaria e ricerca di rendimento. È proprio questa varietà di forme a spiegare il successo del fenomeno e la sua capacità di adattarsi a scenari sempre nuovi.

¹⁰³ Consob, Delibera n. 18592/2013, Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online, Roma, 2013.

¹⁰⁴ D. M. Freedman, M. R. Nutting, *Equity Crowdfunding for Investors: A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms*, Wiley, 2015.

¹⁰⁵ IOSCO, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, Madrid, IOSCO Report, 2014.

| Tipologia | Logica di base | Esempi | Vantaggi principali | Criticità/Rischi |
|-----------------------------|--|---------------------------------------|--|---|
| Donation-based | Sostegno a una causa sociale o culturale | GoFundMe, Retedeldono | Semplicità; forte coinvolgimento emotivo; rapidità di raccolta | Mancanza di continuità; rischio di frodi; dipendenza dall'impatto emotivo |
| Reward-based | Ricompensa non monetaria proporzionata al contributo | Kickstarter, Indiegogo, Musicraiser | Possibilità di testare il mercato; creazione di community; marketing anticipato | Possibile mancata consegna; qualità del prodotto non garantita (execution gap) |
| Lending-based (P2P lending) | Prestito di denaro con promessa di restituzione + interesse, senza banca intermediaria | Funding Circle, Smartika, Prestiamoci | Accesso al credito per PMI e privati; diversificazione per i prestatori | Insolvenza dei debitori; mancanze di garanzie; rischio di default elevato |
| Equity crowdfunding | Investimento in capitale di rischio: i finanziatori ricevono quote della società | Mamacrowd, Crowdfundme, Seedrs | Democratizzazione e degli investimenti; raccolta di capitali senza debito; potenziali rendimenti elevati | Elevato rischio di perdita totale; bassa sopravvivenza delle startup; illiquidità delle quote |

Figura 3. Tipologie di crowdfunding: logica, esempi, vantaggi e rischi. (Elaborazione personale; fonti: Belleflamme et al., 2011; Mollick, 2014; Ordanini et al., 2011; European Banking Authority, 2020; Consob, 2012).

3.3. Regolamentazione Europea

Negli ultimi anni l'Europa ha vissuto una vera e propria metamorfosi normativa nel settore del crowdfunding. La consapevolezza è cresciuta: questo strumento non è più una semplice sperimentazione digitale, ma si è trasformato in un pilastro per l'accesso al capitale delle imprese. Inizialmente, però, ogni Paese giocava secondo regole diverse, creando un mosaico difficile da governare e ancora più complesso da attraversare per chi voleva operare oltre i confini nazionali¹⁰⁶.

Questa frammentazione ha rappresentato un freno importante: piattaforme che nascevano in un Paese incontravano regole totalmente diverse se volevano espandersi. Spesso mancava una cornice comune, e il rischio di trovarsi appesi tra licenze, normative e requisiti burocratici era concreto. Da qui è nata la spinta, condotta dalla Commissione Europea e dalle autorità di vigilanza, verso una regolamentazione comune e armonizzata¹⁰⁷.

La svolta decisiva è arrivata con l'approvazione del Regolamento (UE) 2020/1503, che ha introdotto una normativa unica, valida in tutti gli Stati membri. Entrato in vigore il 10 novembre 2021, ha creato una nuova figura giuridica, quella dell'European Crowdfunding Service Provider (ECSP), dotata di un vero "passaporto europeo" per operare liberamente nel mercato unico¹⁰⁸.

Questo nuovo quadro normativo ha cambiato le carte in tavola. Per le piattaforme, prima piccole e legate a un solo Paese, è ora possibile espandersi su tutto il continente grazie all'autorizzazione ottenuta nel Paese d'origine. Per gli investitori, il vantaggio non è solo nella portata geografica, ma nella certezza di trovare regole uniformi, tutele chiare e un approccio trasparente alla gestione del rischio¹⁰⁹.

L'ECSP gioca un ruolo fondamentale. Le piattaforme devono rispettare diversi requisiti organizzativi e gestionali per applicarlo: è necessario avere procedure di due diligence,

¹⁰⁶ European Commission, *Crowdfunding in the European Union: Exploring the Added Value of Potential EU Action*, Brussels, 2016.

¹⁰⁷ European Commission, *FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, Brussels, 2018.

¹⁰⁸ Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council, on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business, Brussels, 2020.

¹⁰⁹ European Securities and Markets Authority (ESMA), *Q&A on the ECSP Regulation*, Paris, 2023.

sistemi per gestire i conflitti d'interesse, misure per garantire la continuità operativa e linee guida per gestire i reclami dei clienti. Inoltre, chi lancia le campagne, ovvero i project owners, devono soddisfare determinati requisiti di professionalità, non avere gravi precedenti legali e garantire trasparenza nelle loro pratiche.¹¹⁰

Sul fronte della protezione degli investitori, il regolamento introduce meccanismi concreti: i piccoli risparmiatori devono superare un test di comprensione dei rischi e hanno diritto a un periodo di riflessione di quattro giorni, durante il quale possono recedere senza penalità. Inoltre, per ogni offerta viene resa disponibile una scheda informativa standardizzata chiamata KIIS (Key Investment Information Sheet), che illustra i dati essenziali in modo chiaro e immediato¹¹¹.

Nonostante questo progresso significativo, rimangono alcune questioni aperte. Il regolamento include soltanto le forme di crowdfunding lending ed equity: restano fuori dal perimetro normativo i modelli donation- e reward-based, che tuttavia continuano a essere molto diffusi in ambito culturale, sociale e creativo¹¹². Inoltre, l'armonizzazione non ha risolto del tutto le disuguaglianze fiscali o legali tra Paesi: il contesto nazionale incide ancora su alcuni aspetti della governance e del trattamento fiscale delle campagne.

In sintesi, la regolamentazione europea ha trasformato il crowdfunding, da fenomeno frammentato a pratica finanziaria strutturata, certificata ed estesa all'interno del mercato unico. Oggi le piattaforme operano con maggiore chiarezza e sicurezza, gli investitori hanno strumenti più solidi di tutela, e i promotori possono guardare con fiducia al capitale distribuito. Resta da definire il futuro: trovare l'equilibrio tra innovazione e sicurezza, sviluppo transfrontaliero e stabilità normativa, così che il crowdfunding possa mantenere il suo slancio, ma su un terreno solido di regole condivise.

¹¹⁰ D. Zetsche, C. Preiner, Cross-Border Crowdfunding in the EU: Towards Harmonization, in *European Company and Financial Law Review*, Berlin, 2021.

¹¹¹ European Commission, Regulation (EU) 2020/1503 on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business, Brussels, 2020.

¹¹² R. Wardrop, B. Zhang, R. Rau, *Moving Mainstream: The European Alternatives Finance Benchmarking Report*, Cambridge Centre for Alternative Finance, Cambridge, 2016.

CAPITOLO QUARTO

Mamacrowd: il caso italiano di equity crowdfunding

4.1. Origini e sviluppo della piattaforma

Quando si racconta la storia di Mamacrowd, si racconta anche una pagina importante della finanza innovativa italiana. Non è solo la nascita di una piattaforma digitale, ma il tentativo di cambiare il modo in cui le imprese e i risparmiatori si incontrano.

Le radici affondano nel 2011, con la creazione di SiamoSoci, un’iniziativa fondata a Milano da un gruppo di imprenditori e investitori vicini al mondo del venture capital e delle startup. Tra loro spicca Dario Giudici, oggi amministratore delegato di Mamacrowd, che proveniva da esperienze manageriali nel digitale e che intuì, insieme a partner come Gianluca Dettori (fondatore di Dpixel), l’opportunità di avvicinare i capitali privati al tessuto innovativo italiano. SiamoSoci nasceva infatti come “market place di incontri” per avvicinare investitori privati al mondo delle startup innovative.

L’idea era pionieristica: creare un luogo (prima fisico, poi virtuale) dove gli investitori potessero conoscere da vicino progetti imprenditoriali ad alto potenziale. Da questa esperienza germogliò nel 2016 Mamacrowd, con un obiettivo preciso: democratizzare l’accesso al capitale di rischio e permettere anche ai piccoli risparmiatori di entrare nel capitale di imprese non quotate¹¹³.

Il contesto italiano era favorevole ma al tempo stesso complesso. L’Italia era stata infatti il primo Paese in Europa a adottare una normativa specifica sull’equity crowdfunding, con il Regolamento Consob n. 18592 del 2013, che inizialmente riguardava solo le startup innovative, ma che nel 2015 venne esteso anche alle PMI innovative¹¹⁴. Mamacrowd nasceva quindi in un quadro regolamentare nuovo, che offriva un’opportunità senza precedenti ma che richiedeva anche un intenso lavoro di educazione finanziaria.

I primi anni furono una sfida. Non si trattava solo di convincere le imprese a presentarsi online, ma soprattutto di spiegare ai piccoli risparmiatori cosa significasse diventare

¹¹³ Mamacrowd (SiamoSoci), Chi siamo, Milano, 2016.

¹¹⁴ Consob, Delibera n. 18592/2013 Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online, Roma, 2013.

“soci”. Una quota di capitale non era un semplice prodotto da comprare e rivendere come un’azione quotata in borsa, ma era una partecipazione a un’avventura imprenditoriale, con tutti i rischi e le opportunità che comporta. La parola chiave era fiducia: fiducia nelle procedure di selezione delle imprese, nella trasparenza delle informazioni e nella solidità del modello. Proprio per questo, le prime campagne di Mamacrowd ebbero un forte ruolo simbolico: rappresentavano non solo operazioni di raccolta, ma anche una nuova narrazione dell’investimento in Italia¹¹⁵.

Il mercato rispose, già nel 2017 arrivò il primo traguardo per una campagna che raccolse oltre il milione di euro; nel 2018, alcune operazioni superarono la soglia di due milioni, confermando che il modello non era soltanto un esperimento, ma poteva crescere sempre di più¹¹⁶. Questi successi non furono casuali, riflettevano infatti un contesto più ampio, in cui le startup italiane cercavano capitali alternativi e gli investitori guardavano con curiosità strumenti al di fuori dei canali tradizionali.

Parallelamente, Mamacrowd cominciò ad ampliare la sua offerta. Nel 2020 aprì ufficialmente un real estate crowdfunding, intercettando un nuovo segmento di mercato ossia quello degli investimenti immobiliari online. Anche qui l’approccio era lo stesso: trasparenza, documentazione standardizzata, comunità di investitori in grado di valutare progetti concreti con ritorni misurabili¹¹⁷. Con questa mossa, la piattaforma si posizionava non più soltanto come strumento per startup e PMI, ma come ecosistema più ampio di *crowdinvesting*.

Il vero salto di qualità arrivò però con l’ingresso di un attore istituzionale di peso. A partire dal 2021, il gruppo Azimut, tra i maggiori operatori indipendenti di gestione del risparmio in Europa, iniziò a rafforzare progressivamente la propria partnership con Mamacrowd, fino a diventare azionista di maggioranza nel 2022. Questo passaggio cambiò radicalmente lo scenario: Mamacrowd, da piattaforma innovativa ma pur sempre giovane, entrava in una dimensione nuova, dotandosi di risorse, governance e infrastrutture di livello istituzionale. Non era più “solo” un portale di raccolta ma diventava un ponte tra

¹¹⁵ Mamacrowd (Siamosoci), Chi siamo, Milano, 2016.

¹¹⁶ Consob, Report annuale sull’equity crowdfunding in Italia, Roma, 2018.

¹¹⁷ Osservatorio Crowdinvesting, Politecnico di Milano, Crowdinvesting Report 2020, Milano, 2020.

gli investitori individuali e i fondi professionali, capace di collegare investitori comuni con strumenti di private equity e venture capital¹¹⁸.

Intanto, il quadro normativo europeo stava cambiando. Come già accennato, con l'adozione del Regolamento (UE) 2020/1503, entrato in vigore nel novembre 2021, l'Unione Europea introdusse la figura dell'European Crowdfunding Service Provider (ECSP). Per Mamacrowd, che era già la piattaforma leader in Italia, si trattava di una sfida cruciale: adeguare procedure, standard di trasparenza, test di appropriatezza per gli investitori e informative standardizzate (i famosi KIIS) per ottenere l'autorizzazione. Dopo due anni di transizione, il 7 novembre 2023 Consob, con il parere della Banca d'Italia, rilasciò a Mamacrowd l'autorizzazione definitiva come ECSP¹¹⁹. Da quel momento, la piattaforma non era più solo un protagonista nazionale, ma un operatore europeo a pieno titolo, con la possibilità di offrire servizi transfrontalieri.

Gli anni più recenti hanno confermato questa crescita. Solo nel 2024, Mamacrowd ha raccolto circa 41 milioni di euro su 42 campagne, con una media superiore al milione per progetto e un tasso di successo elevatissimo¹²⁰. I settori finanziati vanno dal digitale al food, dal biotech al design, fino ai progetti immobiliari: un mosaico che riflette la varietà dell'economia italiana contemporanea.

In meno di dieci anni, Mamacrowd è passata dall'essere una scommessa pionieristica al diventare il principale operatore di equity crowdfunding in Italia e uno dei player di riferimento in Europa. La sua storia è quella di un ecosistema che ha imparato a fidarsi di strumenti nuovi, superando diffidenze iniziali, e che oggi vede nella finanza alternativa non più un'alternativa marginale, ma una parte integrante del sistema.

4.2. Modello di business e funzionamento

Per comprendere Mamacrowd non basta guardare ai numeri: bisogna osservare come funziona il meccanismo che la rende possibile. La piattaforma si colloca all'interno della categoria dell'equity crowdfunding, ovvero una modalità di finanziamento collettivo in

¹¹⁸ Azimut, Comunicato stampa: acquisizione di Mamacrowd, Milano, 2022.

¹¹⁹ Consob, Delibera n. 22876, Autorizzazione Mamacrowd come ECSP, Roma, 2023.

¹²⁰ Mamacrowd, raccolti 41 milioni nel 2024, Milano, 2025.

cui gli investitori, piccoli o grandi, acquistano vere e proprie quote societarie delle imprese che scelgono di sostenere¹²¹.

Il modello di business di Mamacrowd si fonda su una logica bilaterale: da una parte ci sono le imprese, alla ricerca di capitale per crescere; dall'altra ci sono gli investitori, desiderosi di diversificare e partecipare a progetti imprenditoriali. La piattaforma è il luogo in cui questi due mondi si incontrano, con regole chiare e trasparenti.

Le aziende che vogliono raccogliere fondi su Mamacrowd devono seguire un processo preciso: presentano la loro candidatura, vengono sottoposte a una *due diligence* preliminare e, se ritenute idonee, ottengono l'accesso alla campagna online. Durante questa fase, devono mettere a disposizione degli investitori una documentazione completa, che comprende i business plan, i dati finanziari, le strategie di sviluppo e le informazioni richieste dalla normativa europea (in primis i KIIS). Solo le imprese che rispettano standard di trasparenza e solidità minima vengono ammesse¹²².

Gli investitori, a loro volta, hanno la possibilità di analizzare ogni campagna in dettaglio e di scegliere se partecipare. La normativa distingue tra investitori al dettaglio, ossia i piccoli risparmiatori, e investitori professionali come banche, fondi, venture capital. Per i primi, Mamacrowd applica misure di tutela: è previsto un test di appropriatezza, volto a valutare la comprensione dei rischi, e un periodo di recesso di quattro giorni durante il quale è possibile annullare la sottoscrizione senza penalità¹²³.

La cifra minima per investire varia in base ai progetti, ma spesso parte da poche centinaia di euro: una soglia accessibile, che consente di democratizzare l'accesso a strumenti prima riservati a operatori qualificati. Dall'altra parte, non esistono limiti massimi oltre a quelli fissati dalla legge europea, e questo permette anche a investitori più esperti di partecipare con importi significativi¹²⁴.

Ogni campagna su Mamacrowd ha una durata definita (in media 60-90 giorni) e una soglia minima di raccolta che se non viene raggiunta rende i fondi intrasferibili e

¹²¹ European Commission, Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Brussels, 2016.

¹²² Mamacrowd, Regolamento interno e criteri di selezione delle imprese, Milano, 2022.

¹²³ Consob, Delibera n. 22876, Autorizzazione Mamacrowd come ECSP, Roma, 2023.

¹²⁴ European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Technical Standards under the ECSP Regulation, Paris, 2021.

l'operazione annullata. Se invece la campagna ha successo, gli investitori entrano formalmente nel capitale della società, diventandone soci a tutti gli effetti. A questo punto, l'impresa può utilizzare le risorse raccolte per finanziare il proprio piano di sviluppo¹²⁵.

Il modello business della piattaforma si basa principalmente su commissioni di successo: Mamacrowd trattiene una percentuale variabile (in genere tra il 5% e l'8%) sull'importo raccolto dalle imprese. In questo modo, il guadagno della piattaforma è strettamente legato al buon esito delle campagne. Negli anni, Mamacrowd ha inoltre integrato il proprio modello con collaborazioni istituzionali: ad esempio, la sinergia con il gruppo Azimut ha consentito di collegare le raccolte online con strumenti di investimento professionali, creando una continuità tra risparmio individuale e fondi di venture capital¹²⁶.

Uno degli elementi distintivi di Mamacrowd è la varietà dei progetti proposti. Non solo startup tecnologiche, ma anche PMI consolidate, imprese del settore food, biotech, design, moda e persino progetti di real estate. Questa diversificazione consente agli investitori di costruire un portafoglio bilanciato e alle imprese di accedere a un canale di raccolta sempre più riconosciuto come alternativo al credito bancario¹²⁷.

4.3. Performance e impatto sul mercato

La traiettoria di Mamacrowd si misura soprattutto nei risultati, infatti, dal lancio avvenuto nel 2016 fino al 2024, la piattaforma ha raccolto complessivamente oltre 200 milioni di euro, coinvolgendo migliaia di investitori e centinaia di imprese. Un percorso che ha trasformato Mamacrowd da esperimento pionieristico a punto di riferimento dell'equity crowdfunding italiano.

Sin dai primi anni la crescita è stata costante. Nel 2017 arrivò la prima campagna capace di superare il milione di euro per la startup di influencer marketing Buzzoole. Questo risultato segnò l'ingresso del crowdfunding nella fase di maturità, dimostrando che anche in Italia era possibile convogliare capitali significativi verso progetti innovativi¹²⁸.

¹²⁵ Mamacrowd, Come funziona una campagna, Milano, 2024.

¹²⁶ Azimut, Comunicato stampa: partnership con Mamacrowd, Milano, 2024.

¹²⁷ Mamacrowd (Siamosoci), Chi siamo, Milano, 2016.

¹²⁸ Osservatorio Crowdfunding, Politecnico di Milano, Crowdfunding Report 2017, Milano, 2017.

L'anno successivo, nel 2018, il primato passò a Glass to Power, *spin-off* dell'università di Milano-Bicocca specializzato in vetri fotovoltaici trasparenti. La campagna raccolse 2,25 milioni di euro, fissando un nuovo record nazionale per l'equity crowdfunding e mostrando la capacità di Mamacrowd di attrarre progetti scientifici di alto livello con solide prospettive industriali¹²⁹.

Il 2020 aprì una nuova stagione con il lancio del real estate crowdfunding: la campagna di FrescoFrigo, startup di *smart vending* per uffici e palestre, raccolse 1,6 milioni di euro, mentre i primi progetti immobiliari superarono progressivamente i due milioni. Questo ampliamento segnò un passaggio cruciale: Mamacrowd non era più solo il canale per startup e PMI innovative, ma diventava un vero e proprio ecosistema di crowdfunding¹³⁰.

Nel 2021 e nel 2022, con l'ingresso del gruppo Azimut, le raccolte continuarono a crescere e ad attirare nuove tipologie di progetti.

Il 2024 ha confermato definitivamente Mamacrowd come leader italiano: in un solo anno, come detto precedentemente, sono stati raccolti 41 milioni di euro su 42 campagne, con un tasso di successo elevatissimo¹³¹. Alcuni progetti immobiliari hanno superato i due milioni di raccolta ciascuno, dimostrando la stabilità di questo segmento e l'appetito degli investitori per asset tangibili.

Al di là dei numeri, ciò che colpisce è l'impatto sistemico. Per le imprese, Mamacrowd ha rappresentato un'alternativa concreta al credito bancario, spesso inaccessibile per startup PMI innovative. Ogni campagna non ha portato solo risorse finanziarie, ma ha creato intorno all'impresa una community di soci-investitori, disposti non solo a mettere capitale, ma anche a promuovere il prodotto e a sostenerne la diffusione.

Per gli inventori, la piattaforma ha reso possibile accedere a un ventaglio di opportunità con importi contenuti, spesso a partire da poche centinaia di euro, dando forma a una vera cultura della finanza partecipata. Non si tratta soltanto di rendimento atteso, ma della

¹²⁹ PV Magazine, Italy: Glass to Power crowdfunds 2,25 million, Milano, 2018.

¹³⁰ Osservatorio Crowdfunding, Politecnico di Milano, Crowdfunding report 2020, Milano, 2020.

¹³¹ Mamacrowd, Raccolti 41 milioni nel 2024, Milano, 2025.

possibilità di prendere parte in prima persona al futuro di imprese italiane e di contribuire alla loro crescita.

In meno di dieci anni, Mamacrowd ha dunque mostrato che il crowdfunding non è più un fenomeno marginale, ma un canale stabile, riconosciuto e strutturato per finanziare l'economia reale, capace di mobilitare capitali diffusi e di trasformarli in storie di impresa e innovazione¹³²

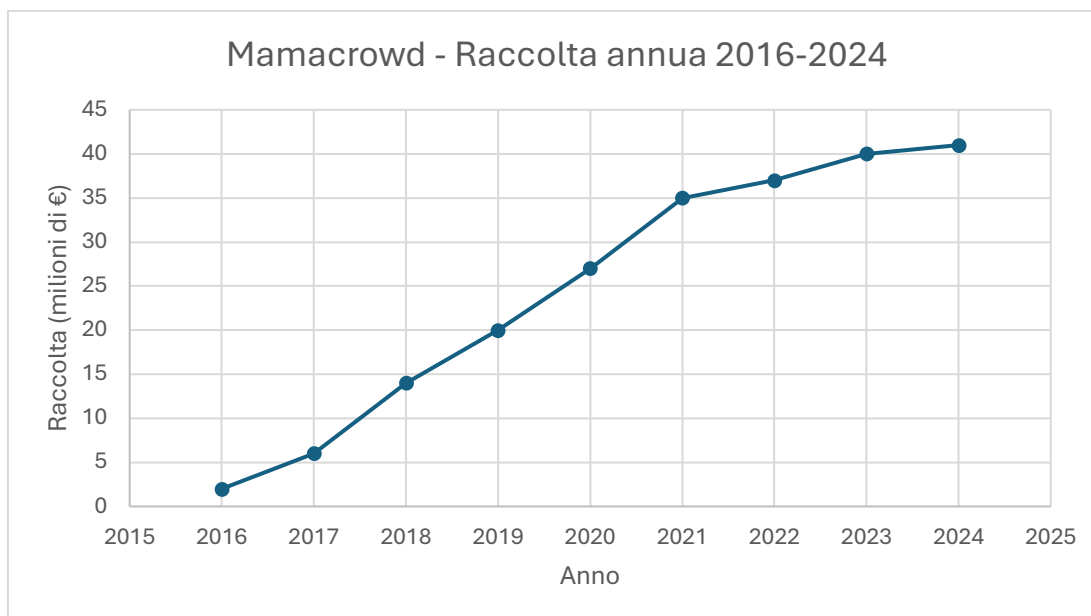


Figura 4. Mamacrowd, raccolta annua 2016-2024 (milioni di €). (Elaborazione personale; fonti: Elaborazione dell'autore su dati Mamacrowd dal 2016 al 2024, Osservatorio Crowdinvesting, Politecnico di Milano dal 2017 al 2020 e comunicati stampa Mamacrowd del 2024).

4.4. Mamacrowd e il quadro normativo europeo

Il rapporto tra Mamacrowd e la regolamentazione europea rappresenta un passaggio cruciale della sua evoluzione. Se fino al 2021 la piattaforma aveva operato all'interno del perimetro disegnato dalla Consob e dalla normativa italiana, con l'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2020/1503 lo scenario cambiò radicalmente. Per la prima volta non si trattava più di una "cornice nazionale", ma di un quadro armonizzato per tutti gli Stati

¹³² European Commission, FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector, Brussels, 2018.

membri, con regole uniformi e un obiettivo preciso: consentire alle piattaforme di operare senza barriere tra i diversi Paesi europei¹³³.

Come indicato precedentemente, per Mamacrowd questo significò affrontare una vera e propria trasformazione interna. Non bastava più essere la piattaforma leader in Italia: bisognava adeguare processi, modelli e standard a livello europeo. Dal punto di vista operativo, la novità più importante fu l'introduzione della figura dell'European Crowdfunding Service Provider (ECSP). Ottenere questa autorizzazione richiese un lavoro intenso: implementare i test di appropriatezza per gli investitori al dettaglio, predisporre i documenti informativi standardizzati (*KIIS*), rafforzare le procedure di gestione dei reclami e di continuità operativa. Ogni campagna, insomma, divenne non solo un'operazione finanziaria, ma anche l'occasione per applicare regole comuni che rendessero trasparente e comparabile l'esperienza degli utenti¹³⁴.

Il percorso si concluse il 7 novembre 2023, quando Consob, con il parere della Banca d'Italia, rilasciò a Mamacrowd l'autorizzazione ufficiale come ECSP. Quella data segna un passaggio storico: da piattaforma nazionale a operatore europeo a pieno titolo¹³⁵. Non era solo un riconoscimento formale, ma un vero cambio di status. Per la prima volta, Mamacrowd poteva offrire i propri servizi oltre i confini italiani senza dover replicare procedure di autorizzazione in ogni singolo Stato. In altre parole, ottenne un vero "passaporto europeo".

Questo salto regolamentare non ha avuto effetti soltanto burocratici. Ha aperto prospettive concrete di espansione internazionale, consentendo a Mamacrowd di presentarsi come partner credibile anche per startup e PMI interessate a raccogliere capitali su scala transfrontaliera. Ha inoltre rafforzato la fiducia degli investitori: sapere che la piattaforma opera secondo regole comuni a livello europeo significa maggiore tutela, maggiore comparabilità e minore rischio di arbitraggi normativi.

Naturalmente, la transizione non è stata priva di sfide. L'adeguamento alle nuove procedure ha richiesto investimenti in tecnologia, formazione e *compliance*. Inoltre,

¹³³ European Commission, Regulation (EU) 2020/1503 on European Crowdfunding Service Providers, Brussels, 2020.

¹³⁴ European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Technical Standards under the ECSP Regulation, Paris, 2021.

¹³⁵ Consob, Delibera n. 22876, Autorizzazione Mamacrowd come ECSP, Roma, 2023.

restano ancora irrisolte alcune differenze di natura fiscale tra Paesi, che limitano in parte la portata dell'armonizzazione. Tuttavia, la direzione è tracciata: Mamacrowd non è più un'esperienza confinata al mercato italiano, ma un laboratorio che può dialogare con l'intero ecosistema europeo della fintech¹³⁶.

In questo senso, il caso Mamacrowd mostra in maniera chiara il valore del regolamento europeo: non un insieme astratto di regole, ma un ponte operativo che ha permesso a una piattaforma italiana di crescere, consolidarsi e affacciarsi con credibilità sulla scena internazionale.

¹³⁶ European Securities and Markets Authority (ESMA), Q&A on the ECSP Regulation, Paris, 2023.

CONCLUSIONI

Arrivati al termine di questo percorso, è possibile guardare con maggiore chiarezza al senso complessivo del viaggio compiuto. La finanza, che spesso viene percepita come un ambito distante, tecnico e dominato da logiche impersonali, si è rivelata in queste pagine come un organismo vivo, in continua trasformazione, capace di riflettere i cambiamenti tecnologici, sociali e culturali del nostro tempo.

Abbiamo visto come la fintech non sia una moda passeggera, ma il frutto di un lungo processo storico, iniziato con le prime innovazioni digitali e giunto oggi a ridisegnare profondamente i confini del settore finanziario. Non è soltanto la tecnologia a guidare questa evoluzione, ma l'incontro tra bisogni reali, tra cui quelli dell'inclusione, della velocità e dell'accessibilità, e strumenti che hanno saputo rispondere a tali esigenze. L'innovazione, dunque, non si presenta come fine a sé stessa, ma come un ponte che collega le risorse del capitale con le aspirazioni di individui e imprese.

In questo quadro, il crowdfunding ha assunto il ruolo di simbolo e al tempo stesso di laboratorio. Simbolo, perché rappresenta in maniera immediata la logica della partecipazione: molti piccoli investitori che insieme rendono possibile ciò che da soli non potrebbero sostenere. Laboratorio, perché racchiude in sé sfide cruciali, dalla costruzione della fiducia digitale alla definizione di nuove regole comuni, fino alla gestione dei rischi legati a progetti giovani e incerti. È uno strumento che unisce economia ed emozione, mercato e comunità, profitto e senso di appartenenza.

Il caso Mamacrowd, al centro di questa analisi, ha dimostrato come anche in Italia sia possibile sviluppare modelli innovativi capaci di competere in un panorama europeo sempre più integrato. La sua crescita, dalle prime campagne di riconoscimento come European Crowdfunding Service Provider, non è soltanto una storia imprenditoriale di successo, ma anche la testimonianza di un Paese che, pur con ritardi e complessità, ha saputo accogliere e regolare forme nuove di finanziamento. La collaborazione con attori istituzionali, l'attenzione alla trasparenza e l'allargamento a settori come il real estate crowdfunding mostrano come il modello non sia mai statico, ma sempre pronto a adattarsi e a crescere.

La regolamentazione europea, con il Regolamento (UE) 2020/1503, ha segnato un passaggio decisivo: da un mosaico frammentato di normative nazionali a un quadro armonizzato, capace di garantire tutele agli investitori e opportunità di espansione alle piattaforme. È la conferma che l'innovazione, per essere davvero sostenibile, ha bisogno di regole condivise, di un equilibrio tra libertà di sperimentare e necessità di proteggere.

La riflessione che emerge è duplice: da un lato il crowdfunding e più in generale la finanza innovativa hanno reso possibile una democratizzazione dell'accesso al capitale: oggi anche le startup, le PMI e i singoli cittadini possono giocare un ruolo che fino a pochi anni fa era stato riservato a banche e grandi investitori; dall'altro lato, restano aperti interrogativi importanti: come garantire stabilità e sicurezza in un sistema che si muove così velocemente? Come mantenere la fiducia degli investitori senza soffocare l'innovazione con un eccesso di vincoli? Come conciliare la dimensione comunitaria e partecipativa con le inevitabili logiche di mercato?

Non esistono risposte definitive, ma una certezza sì: il futuro della finanza sarà sempre più ibrido, frutto della coesistenza tra tradizione e innovazione. I mutui, le obbligazioni e le azioni continueranno a rappresentare pilastri fondamentali, ma accanto a essi cresceranno modelli digitali basati sulla condivisione, sull'inclusione e sulla trasparenza. Il confine tra investitore professionale e cittadino comune si farà più sottile, e con esso aumenterà la responsabilità collettiva nel costruire un sistema finanziario che sia non solo efficiente, ma anche equo e sostenibile.

Questa tesi ha cercato di raccontare questo cammino, intrecciando storia, tecnologie, strumenti e casi concreti. L'auspicio è che il lettore possa coglierne non solo la dimensione economica, ma anche quella umana: perché parlare di finanza innovativa significa, in fondo, parlare di persone che credono in un'idea, di comunità che si uniscono per sostenerla, di rischi che vengono condivisi e di speranze che trovano nuove strade per realizzarsi.

Bibliografia

A. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb, Some Simple Economics of Crowdfunding, NBER Working Paper No. 19133, 2013.

A. Forestieri, Economia degli intermediari finanziari, Milano, Egea, 2018.

A. Ordanini, L. Miceli, M. Pizzetti, A. Parasuraman, Crowd-funding: Transforming Customers into Investors through Innovative Service Platforms, Journal of Service Management, 2011.

Banca d'Italia, Fintech in Italia. Indagine Fintech, Roma, 2017.

Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, Roma, 2012.

Banca d'Italia, relazione Annuale 2023, Roma, 2024.

C. Everett, Origins and Development of Credit-based Crowdfunding, SSRN Electronic Journal, 2014.

C. P. Kindleberger, Storia della finanza. Dalla bolla dei tulipani alla crisi del subprime, Bologna, il Mulino, 2010.

Consob, Delibera n. 11971/1999, Regolamento Emittenti, e successive modifiche, Roma, 2022.

Consob, Delibera n. 18592/2013, Regolamento sulla raccolta dei capitali di rischio tramite portali online, Roma, 2013.

Consob, Delibera n. 22876, Autorizzazione Mamacrowd come ECSP, Roma, 2023.

Consob, Relazione per l'anno 2021, Roma, 2022.

D. M. Freedman, M. R. Nutting, Equity Crowdfunding for Investors: A Guide to Risks, Returns, Regulations, Funding Portals, Due Diligence, and Deal Terms, Wiley, 2015.

D. Zetsche, R. Buckley, D. Arner, J. Barberis, From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data- Driven Finance, New York University, Journal of Law and Business, vol.14, 2017.

D. Zetsche, C. Preiner, Cross-Border Crowdfunding in the EU: Towards Harmonization, in European Company and Financial Law Review, Berlin, 2021.

D. Zetsche, R. Buckley, D. Arner, J. Barberis, Fintech and the Future of Finance, European Business Organization Law Review, 2020.

E. Gerber, J. Hui, P. Kuo, Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation, ACM Transactions on Computer-Human Interaction, 2014.

E. Gerber, J. Hui, P. Kuo, Crowdfunding: Why People Are Motivated to Participate, Northwestern University Report, 2012.

E. Mollick, The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study, Journal of Business Venturing, 2014.

European Banking Authority (EBA), Annual Report 2021, Paris, 2022.

European Banking Authority (EBA), Report on Big Data and Advanced Analytics, 2020.

European Banking Authority (EBA), Report on Crowdfunding Regulations, Recommendations, Paris, EBA, 2019.

European Banking Authority (EBA), Report on Regulatory Sandboxes and Innovation Hubs, Parigi, 2019.

European Central Bank, Financial Stability Review, Frankfurt, ECB Report, 2022.

European Central Bank, Guide on credit risk mitigation, Frankfurt, ECB Report, 2020.

European Commission, Crowdfunding in the European Union: Exploring the Added Value of Potential EU Action, Brussels, 2016.

European Commission, FinTech Action Plan: For a more competitive and innovative European financial sector, Brussels, 2018.

European Commission, Regulation (EU) 2020/1503 on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business, Brussels, 2020.

European Securities and Markets Authority (ESMA), Final Report, Technical Standards under the ECSP Regulation, Paris, 2021.

European Securities and Markets Authority (ESMA), Q&A on the ECSP Regulation, Paris, 2023.

EY, Global Fintech Adoption Index, Londra, 2019.

F. J. Fabozzi, Bond Markets, Analysis, and Strategies, Boston, Pearson, 2018.

F. S. Mishkin, Economia della moneta, della banca e dei mercati finanziari, Milano, Pearson, 2019.

IMF & World Bank, Fintech and the Future of Finance, Joint IMF-World Bank Note, Washington D. C., 2019.

IMF, Fintech and Financial Stability, IMF Staff Discussion Note, Washington D. C., 2019.

IOSCO, Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast, Madrid, IOSCO Report, 2014.

IOSCO, Issues, Risks and Regulatory Considerations Relating to Crypto-Asset Trading Platforms, Madrid, IOSCO Report, 2021.

Italia, D.lgs.385/1993, Testo Unico Bancario (TUB), Roma, 2023.

J. B. Baskin, A History of Corporate Finance, Cambridge, Cambridge University Press, 1999.

J. C. Rochet, J. Tirole, Platform Competition in Two-Sided Markets, Journal of the European Economic Association, 2003.

J. E. Stiglitz, Economics of the Public Sector, New York, W. W. Norton, 2015.

J. E. Stiglitz, Freefall: America, Free Markets, and the Sinking of the World Economy, New York, W.W. Norton, 2010.

J.M. Keynes, The Economic Consequences of the Peace, London, Macmillan, 1920.

M. G. Colombo, C. Franzoni, C. Rossi-Lamastra, Internal Social Capital and the Attraction of Early Contributions in Crowdfunding, Entrepreneurship Theory and Practice, 2015.

McKinsey & Company, Global Banking Annual Review 2021: The Last Pit Stop, New York, 2021.

OECD, Digital Disruption in Banking and its Impact on Competition, Parigi, 2018.

OECD, OECD Business and Finance Outlook 2021, OECD Publishing, Paris, 2021.

Osservatorio Crowdfunding, Politecnico di Milano, Crowdfunding Report 2023, Milano, 2023.

Osservatorio Crowdfunding, Politecnico di Milano, Crowdfunding Report 2020, Milano, 2020.

Osservatorio Crowdfunding, Politecnico di Milano, Crowdfunding Report 2017, Milano, 2017.

P. Belleflamme, T. Lambert, A. Schwienbacher, “Crowdfunding: Tapping the Right Crowd”, Journal of Business Venturing, vol. 29, 2014.

P. Belleflamme, T. Lambert, Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings, SSRN Electronic Journal, 2013.

P. Schueffel, “Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech”, Journal of Innovation Management, vol. 4, n. 4, 2016.

P. Sironi, FinTech Innovation: From Robo-Advisors to Goal Based Investing and Gamification, Wiley, 2016.

R. A. Brealey, S. C. Myers, F. Allen, principi di finanza aziendale, Milano, McGraw-Hill, 2020.

R. de Roover, The Rise and Decline of the Medici Bank, Cambridge, Harvard University Press, 1963.

R. Wardrop, B. Zhang, R. Rau, Moving Mainstream: The European Alternatives Finance Benchmarking Report, Cambridge Centre for Alternative Finance, Cambridge, 2016.

Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council, on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business, Brussels, 2020.

S. Chishti, J. Barberis, The FINTECH Book, Wiley, 2016.

S. Nakamoto, Bitcoin: A Peer-to-Peer Electronic Cash System, 2008.

World Bank, Crowdfunding's Potential for the Developing World, Washington D.C., World Bank Report, 2013.

World Bank, Global Financial Development Report 2019/2020: Bank Regulation and Supervision a Decade after the Global Financial Crisis, Washington D. C., World Bank Report, 2020.

World Bank, The Global Findex Database 2021: Financial Inclusion, Digital Payments, and Resilience in the Age of COVID-19, Washington D.C., 2022.

World Economic Forum, Beyond Fintech: A Pragmatic Assessment of Disruptive Potential in Financial Services, Ginevra, 2017.

Sitografia

- Assilea, Rapporto sul leasing in Italia 2023, Milano, 2023. <https://www.assilea.it/documentazioneAction.do?idCategoria=17>
- Azimut, Comunicato stampa: acquisizione di Mamacrowd, Milano, 2022. <https://mamacrowd.com/it/news/azimut-partnership-mamacrowd-2022/>
- B. Zhang, et al., The Rise of Peer-to-Peer Lending, Cambridge Centre for Alternative Finance, 2016. <https://www.cambridge.org/core/journals/european-journal-of-risk-regulation/article/abs/peertopeer-lending-opportunities-and-risks/9B9E21667A148330DDA491775A23AF5E>
- Banca d'Italia, Fintech in Italia. Indagine Fintech, Roma, 2017. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-fintech/2017/index.html>
- BBC News, The first cash machine: 50 years on, Londra, 2017. <https://www.bbc.com/news/av/business-40410238>
- Chris Skinner, The Finanser: Innovative Finance Blog, 2015. <https://thefinanser.com/2015/01/ghgh>
- Citibank, Heritage, Key Historical Milestones, “1960-1979: Evolving with the modern world”, 1977. <https://www.citigroup.com/global/about-us/heritage>
- Commissione Europea, Communication on Crowdfunding in the European Union, Bruxelles, 2014. https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/memo_14_240
- Corporate Finance Institute, NASDAQ Overview and History, 1971. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/career-map/sell-side/capital-markets/nasdaq/#:~:text=The%20National%20Association%20of%20Securities,did%20provide%20automated%20stock%20quotes>
- Deloitte Center for Financial Services, Fintech by the Numbers: Incumbents, startups, and investors adapt to a maturing ecosystem, 2017. <https://portal.usqbc.org/wp-content/uploads/2021/12/dcfs-fintech-by-the-numbers-3.pdf>
- Deloitte, Cloud banking: More than just a CIO conversation, Deloitte Insights, 2022. <https://www.deloitte.com/au/en/Industries/financial-services/analysis/cloud-banking-more-than-just-cio-conversation.html>

- Descript, “A Brief History of DeFi Learn”, 2023. <https://decrypt.co/resources/a-brief-history-of-defi-learn>
- Diners Club International, Our History, New York, 1950. <https://www.dinersclub.com/home/about/dinersclub/story#:~:text=February%201950.,world's%20first%20multipurpose%20charge%20card.>
- Enciclopedia Treccani, voce “Fintech”, Roma, 2017. [https://www.treccani.it/enciclopedia/fintech_\(altro\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/fintech_(altro)/)
- European Central Bank, Financial Stability Review; Frankfurt, ECB, 2021. <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202111~8b0aebc817.en.html>
- Financial Stability Board (FSB), Financial Stability Implications from Fintech, Basel, 2017. <https://www.fsb.org/2017/06/financial-stability-implications-from-fintech/>
- International Monetary Fund, Global Debt Database Report, Washington D. C., IMF, 2022. <https://www.imf.org/external/datamapper/datasets/GDD>
- JPMorgan, AI boosting payments efficiency & cutting fraud, New York, 2023. <https://www.jpmorgan.com/insights/payments/payments-optimization/ai-payments-efficiency-fraud-reduction>
- Klarna, About Us, Stoccolma, 2025. <https://www.klarna.com/us/about-us/>
- Lemonade, Official Website, How It Works, New York, 2025. <https://www.lemonade.com>
- Mamacrowd (Siamosoci), Chi siamo, Milano, 2016. https://mamacrowd.com/it/_/chi-siamo/
- Mamacrowd, Come funziona una campagna, Milano, 2024. https://mamacrowd.com/it/_/progetti/
- Mamacrowd, raccolti 41 milioni nel 2024, Milano, 2025. <https://mamacrowd.com/it/news/mamacrowd-raccolti-41-milioni-euro-2024/>
- McKinsey & Company, Analytics in Banking: Time to Realize the Value, New York, 2018. <https://www.mckinsey.com/industries/financial-services/our-insights/analytics-in-banking-time-to-realize-the-value#/>
- NewZoo, The Metaverse, Blockchain Gaming, and NFTs: Navigating the Internet’s Uncharted waters, Trend Report, 2022.

- <https://newzoo.com/resources/trend-reports/newzoo-report-on-metaverse-blockchain-gaming-nft-2022>
- OECD, The Fintech Ecosystem and Financial Stability, 2020. <https://www.oecd.org/finance/fintech.htm>
 - Osservatorio Fintech & Insurtech, Politecnico di Milano, Rapporto Fintech & Insurtech 2022, Milano, 2022. <https://www.osservatori.net/comunicato/fintech-insurtech/startup-fintech-insurtech-italia-startup-ricavi-finanziamenti/>
 - PV Magazine, Italy: Glass to Power crowdfunds 2,25 milion, Milano, 2018. <https://www.pv-magazine.com/2018/07/23/italy-glass-to-power-crowdfunds-e2-25-million-plans-solar-window-fab/>
 - PwC, Blurred Lines: How FinTech is Shaping Financial Services, Londra, 2016. https://www.pwc.com/il/en/home/assets/pwc_fintech_global_report.pdf
 - Revolut, About Revolut, Comapny Information, Londra, 2025. <https://www.revolut.com/discover-our-company/>
 - Robinhood, AI in Financial Services, Policy Position, 2025. [https://policy.aboutrobinhood.com/policy/ai-in-financial-services/#:~:text=Last%20Updated%20January%202025&text=Artificial%20Intelligence%20\(AI\)%20is%20rapidly,a%20broader%20array%20of%20consumer](https://policy.aboutrobinhood.com/policy/ai-in-financial-services/#:~:text=Last%20Updated%20January%202025&text=Artificial%20Intelligence%20(AI)%20is%20rapidly,a%20broader%20array%20of%20consumer)
s.
 - WeFox, About Us, Official Website, Berlino, 2025. <https://www.wefox.com/about>

