RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA



www.rivistabancaria.it

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA «FRANCESCO PARRILLO»

Luglio-Agosto 2026

4

Tariffa Regime Libero:-Poste Italiane S.p.a.-Spedizione in abbonamento Postale-70%-DCB Roma

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

COMITATO SCIENTIFICO *(Editorial board)*

PRESIDENTE *(Editor)*:

GIORGIO DI GIORGIO, Università LUISS Guido Carli, Roma

MEMBRI DEL COMITATO *(Associate Editors)*:

Paolo Angelini, Banca d'Italia
Elena Beccalli, Università Cattolica del S. Cuore
Massimo Belcredi, Università Cattolica del S.Cuore
Emilia Bonaccorsi di Patti, Banca d'Italia
Paola Bongini, Università di Milano Bicocca
Concetta Brescia Morra, Università degli Studi "Roma Tre"
Francesco Cannata, Banca d'Italia
Alessandro Carretta, Università degli Studi di Roma "Tor Vergata"
Enrico Maria Cervellati, Università degli Studi Guglielmo Marconi
Riccardo Cesari, Università di Bologna
Nicola Cetorelli, New York Federal Reserve Bank
Sris Chatterjee, Fordham University
N.K. Chidambaran, Fordham University
Laurent Clerc, Banque de France
Mario Comana, Università LUISS Guido Carli, Roma
Domenico Curcio, Università di Napoli "Federico II" - *co Editor*
Rita D'Ecclesia, Sapienza - Università di Roma e IVASS
Stefano Dell'Atti, Università di Bari Aldo Moro - *co Editor*
Carmine Di Noia, OCSE
Luca Enriques, Università Bocconi
Giovanni Ferri, LUMSA
Franco Fiordelisi, Università degli Studi "Roma Tre" - *co Editor*
Gur Huberman, Columbia University
Mario La Torre, Sapienza - Università di Roma - *co Editor*
Raffaele Lener, Università LUISS Guido Carli, Roma
Nadia Linciano, CONSOB
Pina Muré, Sapienza - Università di Roma
Pierluigi Murro, Università LUISS Guido Carli, Roma
Fabio Panetta, Banca d'Italia
Andrea Polo, Università LUISS Guido Carli, Roma
Alberto Franco Pozzolo, Università degli Studi "Roma Tre"
Andrea Sironi, Università Bocconi
Mario Stella Richter, Università degli Studi "Roma Tre"
Marti Subrahmanyam, New York University
Alberto Zazzaro, Università degli Studi di Napoli "Federico II"

Comitato Accettazione Saggi e Contributi:

Giorgio Di Giorgio *(editor in chief)* - Domenico Curcio *(co-editor)*
Alberto Pozzolo *(co-editor)* - Mario Stella Richter *(co-editor)*

Direttore Responsabile: Giovanni Parrillo

Comitato di Redazione: Francesco Baldi, Peter Cincinelli, Simona D'Amico, Alfonso Del Giudice, Paola Fersini, Serena Gallo, Igor Gianfrancesco, Saverio Giorgio, Stefano Marzioni, Federico Nucera, Biancamaria Raganelli, Stefania Sylos Labini, Giuseppe Zito

---

ISTITUTO DI CULTURA BANCARIA
«FRANCESCO PARRILLO»

COMITATO D'ONORE

Antonio Fazio, Antonio Marzano, Ercole P. Pellicano', Mario Sarcinelli

PRESIDENTE

Claudio Chiacchierini

VICE PRESIDENTE

Giovanni Parrillo

CONSIGLIO

Fabrizio D'Ascenzo, Angelo Di Gregorio, Paola Leone,
Francesco Minotti, Pina Murè, Fulvio Milano, Franco Varetto

In copertina: "Un banchiere e sua moglie" (1514) di Quentin Metsys (Lovanio, 1466 - Anversa, 1530), Museo del Louvre - Parigi.

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA
ANNO LXXXII (NUOVA SERIE) LUGLIO-AGOSTO 2026 N. 4

SOMMARIO

Editoriale

G. PARRILLO — È utile mantenere la biodiversità bancaria 3-7

Saggi

G. BARBA NAVARETTI, A. F. POZZOLO — I gruppi bancari transfrontalieri nell'Area dell'Unione Bancaria europea. Integrazione, ostacoli e prospettive del mercato bancario unico 9-41

R. COCOZZA — Pluralismo bancario e sviluppo territoriale: il caso italiano nel periodo 1997–2024 43-82

E. VASSALLO — Un indice di performance delle banche italiane tramite approccio POSET 83-150

Saggi - Sezione giovani

G. ASCIONE — Mean reversion to trade currencies on a future-based approach 151-176

Interventi

V. LAZARAKOU — EU Savings and Investments Union – Future Challenges and the Role of National Supervisory Authorities 177-188

C. DI NOIA — The Role of Retail Investment in Global Financial Markets... 191-200

R. RUOZI — Presente e futuro dei NBFI 201-216

Rubriche

ETF, Fintech e consulenza: il risparmio accelera… ma chi guida?
(U. Pomante, P. A. Cucurachi, E. M. Carluccio) 217-226

La cooperazione bancaria mondiale in un'epoca di crisi: prossimità, resilienza e crescita
(G. De Lucia Lumeno) 227-235

L'economia mondiale e le materie prime
(G. Tarricone) 237-246

Se un intangibile diventa material: l'evoluzione del trattamento prudenziale dei software
(A. Cardinali) 247-255

Il sottile legame tra private credit e l'evoluzione dei mercati: dalle materie prime ai minerali critici
(E. Luciani) 257-264

Bankpedia: Negative Interest Rate Policy
(Sara Pisano) 265-276

ISSN: 1594-7556 **La Rivista è accreditata AIDEA e SIE** **Econ.Lit**

RIVISTA BANCARIA - MINERVA BANCARIA

Rivista Bancaria - Minerva Bancaria è sorta nel 1936 dalla fusione fra le precedenti Rivista Bancaria e Minerva Bancaria. Dal 1945 - rinnovata completamente - la Rivista ha proseguito senza interruzioni l'attività di pubblicazione di saggi e articoli in tema di intermediazione bancaria e finanziaria, funzionamento e regolamentazione del sistema finanziario, economia e politica monetaria, mercati mobiliari e finanza in senso lato.
Particolare attenzione è dedicata a studi relativi al mercato finanziario italiano ed europeo.

La Rivista pubblica 6 numeri l'anno, con possibilità di avere numeri doppi.

Note per i collaboratori: *Gli articoli ordinari possono essere presentati in italiano o in inglese e devono essere frutto di ricerche originali e inedite. Ogni articolo viene sottoposto alla valutazione anonima di due referee selezionati dal Comitato Scientifico, ed eventualmente da un membro dello stesso.*
Gli articoli accettati sono pubblicamente scaricabili (fino alla pubblicazione del numero successivo) sul sito della rivista: **www.rivistabancaria.it**
Gli articoli di norma non dovranno superare le 35 cartelle stampa e dovranno essere corredati da una sintesi in italiano e in inglese, di massimo 150 parole. Per maggiori indicazioni sui **criteri redazionali** *si rinvia al sito della Rivista.*

La Rivista ospita anche, periodicamente, interventi pubblici, atti di convegni patrocinati dalla Rivista stessa, dibattiti, saggi ad invito e rubriche dedicate. Questi lavori appaiono in formato diverso dagli articoli ordinari.

La responsabilità di quanto pubblicato è solo degli autori.

Gli autori riceveranno in omaggio una copia della Rivista
Gli articoli possono essere sottomessi inviando una email al seguente indirizzo: **redazione@rivistabancaria.it**

Istituto di Cultura Bancaria "Francesco Parrillo"

L'Istituto di Cultura Bancaria è un'associazione senza finalità di lucro fondata a Milano nel 1948 dalle maggiori banche dell'epoca allo scopo di diffondere la cultura bancaria e di provvedere alla pubblicazione di *Rivista Bancaria - Minerva Bancaria*. La Rivista è stata diretta dal 1945 al 1974 da Ernesto d'Albergo e poi per un altro trentennio da Francesco Parrillo, fino al 2003. In questo secondo periodo, accanto alla trattazione scientifica dei problemi finanziari e monetari, la rivista ha rafforzato il suo ruolo di osservatorio attento e indipendente della complessa evoluzione economica e finanziaria del Paese. Giuseppe Murè, subentrato come direttore dal 2003 al 2008, ha posto particolare accento anche sui problemi organizzativi e sull'evoluzione strategica delle banche. Nel 2003, l'Istituto di Cultura Bancaria è stato dedicato alla memoria di Francesco Parrillo, alla cui eredità culturale esso si ispira.

Editrice Minerva Bancaria srl

DIREZIONE E REDAZIONE — Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma
redazione@rivistabancaria.it

AMMINISTRAZIONE — EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.
presso PtsClas, Viale di Villa Massimo, 29
00161 - Roma
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Autorizzazione Tribunale di Milano 6-10-948 N. 636 Registrato
Proprietario: Istituto di Cultura Bancaria "Francesco Parrillo"
Spedizione in abbonamento postale - Pubblicazione bimestrale - 70% - Roma

Finito di stampare nel mese di ottobre 2026 presso The Factory, Roma

Segui Editrice Minerva Bancaria su:

PRESENTE E FUTURO DEI NBFI

ROBERTO RUOZI*

1. L'evoluzione dell'intermediazione non bancaria

I NBFI (*Nonbank Financial Intermediaries*) sono gli intermediari finanziari non bancari, che un tempo fa chiamavamo *Shadow banks*, sorti e sviluppati anche in Italia, dopo la grande crisi del 2007 - 2008. La maggior parte di essi non è soggetta alla vigilanza delle autorità bancarie e monetarie o è soggetta ad una vigilanza meno rigida di quella cui sono sottoposte le banche.

Questo fatto da un lato, rende più libera e spesso più efficiente ed efficace la loro attività basata anche su prodotti e servizi non tipici delle banche, solitamente graditi sia dagli investitori sia dalle imprese e dalle famiglie finanziati dai NBFI. Dall'altro lato, rende più rischioso il finanziamento di questi ultimi effettuato con azioni e altri strumenti e debiti di varia natura. Generalmente non sono ammessi al finanziamento della Banca centrale. Coloro che li finanziano non godono di nessuna tutela quando falliscono. Un numero sempre

* Professore emerito Università Bocconi.

crescente di essi è attivo nel mercato delle criptovalute. Altri operano raccogliendo mezzi finanziari nel mercato, ma non intestandoseli bensì mettendo gli investitori in rapporto diretto con le imprese e le famiglie a cui sono destinati a vario titolo i suddetti mezzi finanziari. Tutti hanno sistemi di gestione e di controllo dei rischi, diversi da un caso all'altro e meno stringenti di quelli cui sono sottoposte le banche.

Nel corso degli anni si è quindi assistito ad un notevole sviluppo qualitativo e quantitativo dei NBFI, i quali hanno anche indotto le banche a reagire per rimanere competitive. La loro trattazione in termini unitari è difficile perché riguarda numerosi sottosettori la cui quantificazione è incerta non solo per mancanza di statistiche ufficiali, ma anche per scarsa trasparenza di una parte consistente della loro attività. Tali diversità, del resto, rendono difficilmente comparabili i risultati delle analisi sulla loro situazione economica, finanziaria e patrimoniale.

Il tentativo più attendibile finora effettuato in argomento è rappresentato dal rapporto annuale del *Financial Stability Board*, secondo il quale a livello mondiale l'attività dei NBFI nel 2024 è aumentata del 9,4% rispetto all'anno precedente, cioè del doppio del tasso di espansione dell'attività bancaria. I volumi intermediati dai due comparti (banche e non banche) al termine dell'anno suddetto erano ormai praticamente uguali, rappresentando ciascuno poco più di 76 trilioni di dollari [1].

Alcuni NBFI continuano ad essere brillanti, mentre altri hanno recentemente mostrato, specie negli USA, il cui relativo mercato è di gran lunga il più grande del mondo, tendenza opposta. Il loro sviluppo in non pochi casi ha infatti manifestato un segno negativo, consentendo alle banche di riprendere parte delle quote di mercato perdute in precedenza.

1 Considerazioni e dati tratti dal Global Monitoring Report on Nonbank Financial Intermediation, Financial Stability Board, 16.12.2025.

2. I problemi dei NBFI

Le cause di questa relativa stagnazione o recessione dell'attività di un buon numero di NBFI sono complesse. La loro attività è infatti partita con grande slancio in un mercato nel quale erano intervenuti fenomeni relativamente nuovi, come il desiderio di agire anche in finanza sempre più direttamente con la controparte, cioè senza l'intervento di intermediari, desiderio accentuato dalla progressiva perdita di fiducia che il pubblico, specie quello più giovane, ha ad un certo punto manifestato nei riguardi degli intermediari tradizionali. Pure alcuni comparti dei NBFI hanno perso parte del loro dinamismo, anche per il rallentamento dello sviluppo tecnologico e digitale, sul quale molti NBFI hanno puntato e che ha raggiunto una fase di relativa maturità.

Accanto alla perdita di fiducia nei riguardi del sistema bancario, iniziata a partire dalla crisi del 2007 - 2008, un fenomeno analogo ha quindi colpito, addirittura in misura maggiore, anche alcuni settori dei NBFI, soprattutto a causa di clamorosi episodi negativi, i quali hanno provocato gravi danni agli investitori.

Questi episodi sono stati causati da una cattiva gestione, ben lontana da quella "sana e prudente "che avrebbe dovuto contraddistinguere tutti gli intermediari finanziari, ma anche dalle innumerevoli frodi commesse dai vertici di numerosi NBFI.

Ciò è accaduto per diversi motivi fra i quali ricordo: a) la mancanza o l'inadeguatezza di una regolamentazione e di una vigilanza chiare ed efficaci; b) l'esasperata ricerca del profitto ad ogni costo; c) la scarsa trasparenza di molti dei loro prodotti e servizi; d) una limitata cultura finanziaria e l'avidità di molti investitori, che hanno pagato la loro ignoranza e la loro avventatezza non capendo, fra l'altro, che gli alti rendimenti promessi da alcuni di quegli intermediari sarebbero comunque stati possibili solo in presenza di rischi elevati, i cui danni a medio e lungo termine sono di solito superiori ai benefici.

È indiscutibile che i NBFI erano stati avvantaggiati dal contesto macroeconomico. Le politiche monetarie delle banche centrali avevano infatti portato i tassi di interesse vicino allo zero e, di conseguenza, le promesse di rendimenti

allettanti proposti da intermediari ritenuti pionieri della finanza alternativa attrassero facilmente l'attenzione di molti investitori.

Questo iniziò nel periodo di massimo splendore dei NBFI, sui rischi dei quali si è molto parlato e, in alcuni casi, anche fatto per contenerli, specie da parte dei regolatori e dei vigilanti, i cui interventi sono stati tuttavia poco efficaci. Del resto, le ben più rigide regole cui sono sottoposte le banche non hanno potuto evitare che alcune di loro fallissero. Quindi, da sole, nuove regole non avrebbero potuto fare molto, salvo tutelare meglio gli investitori in occasione delle crisi, soprattutto con la costituzione di fondi di garanzia simili a quelli tipici dell'attività bancaria.

La situazione sta preoccupando anche le nostre autorità monetarie. Il Governatore della Banca d'Italia ha infatti recentemente rilevato che fino a poco tempo fa sui mercati finanziari è prevalso un sentimento di ottimismo tradottosi in valori azionari elevati, premi per il rischio contenuti e ricerca di rendimenti elevati in settori poco trasparenti. L'aumento del prezzo dell'oro e del Bitcoin e la rapida espansione dell'attività dei NBFI avrebbero dovuto segnalare il rischio di valutazioni eccessivamente ottimistiche. A cavallo tra il 2025 e il 2026 - il Governatore ha affermato - questi segnali sono diventati evidenti. Il rendimento degli strumenti maggiormente avvantaggiati dalla fase espansiva si è ridotto e gli investitori hanno iniziato a incorporare nelle loro valutazioni rischi a lungo sottostimati. Nel complesso l'intermediazione non bancaria è diventata più vulnerabile [2].

3. Alcuni casi concreti

Le difficoltà di alcuni settori di NBFI continuano quindi ad essere molte e molto diverse fra loro. Su un certo numero di esse mi sono già intrattenuto in altri scritti ai quali rimando il lettore interessato [3] e quindi vengo ad alcune

2 Vedi Considerazioni finali del Governatore, Banca d'Italia, 29.5.2026.

3 Vedi, ad esempio, R.RUOZI, Mosaico bancario 2. L'innovazione finanziaria, Milano, 2017.

recenti, i cui effetti sugli investitori non sono del tutto noti.

Mi soffermerò su due tipi di NBFI, quelli cosiddetti di "private credit" e di "crowdfunding", la cui natura è peraltro diversa. Mentre i primi concedono prestiti alle imprese e alle famiglie, attraverso fondi che si finanziano presso investitori istituzionali come banche, compagnie di assicurazione e fondi pensione e negli ultimi anni anche presso investitori di altra natura come family office e privati, quelli che praticano il crowdfunding facilitano la concessione di crediti a imprese e famiglie con fondi raccolti direttamente presso investitori al dettaglio molto frazionati, contattati su vasta scala soprattutto mediante l'uso di portali internet.

Attraverso l'impiego di più o meno sofisticate piattaforme informatiche, la domanda e l'offerta nel crowdfunding vengono quindi messe in contatto fra loro e, se esistono i presupposti di convenienza reciproca, si realizza un collegamento diretto fra di esse per mezzo di contratti che dovrebbero tutelare in modo continuo, trasparente e facilmente accessibile anche gli investitori con non grande cultura finanziaria. Gli intermediari di crowdfunding, che sono di fatto piattaforme informatiche avanzate, non risultano comunque intestatari di rapporti attivi e passivi e quindi, contrariamente a quanto accade per i fondi di private credit, non corrono il rischio del buon fine dei finanziamenti facilitati, il quale rimane sulle spalle dei finanziatori. Anche nei fondi di private credit il rischio finale non ricade sui relativi intermediari, ma viene spostato in modo indiretto sui portatori delle quote dei veicoli da essi strutturati.

4. La crisi del private credit

Dopo il boom dell'ultimo decennio, specialmente negli USA, il private credit è entrato, in una crisi profonda, il cui aspetto più preoccupante è sempre stato rappresentato dal rischio che gli investitori, i quali lo hanno finanziato tramite appositi fondi non quotati, non riuscissero ad ottenere il rimborso o il riscatto dei loro crediti. Molti di questi fondi li hanno in effetti bloccati,

creando reazioni pesanti nel mercato più o meno simili a quelle che avevano caratterizzato la crisi del 2007 2008. Non ci sono state vere e proprie "corse agli sportelli", ma si è trattato di un primo stress test per il settore, la cui reputazione è scesa e le cui nuove risorse raccolte nel mercato si sono ridotte. Rimane comunque il fatto che il private credit in essere nel mondo ha superato i 2 trilioni di dollari al 31. 12. 2024 [4].

Le sue crisi sono state causate innanzitutto dalla propensione a finanziare imprese rischiose, in gran parte scartate o abbandonate dalle banche, a condizioni particolarmente onerose e alimentate da forme di indebitamento altrettanto costose. Recentemente si è assistito addirittura al fenomeno della capitalizzazione degli interessi delle imprese finanziate non più in grado di onorare il servizio del debito, rimandando di fatto al futuro, ingigantendoli, alcuni dei problemi attuali.

Anche senza considerare le pesanti frodi che hanno caratterizzato quel mondo, la pessima qualità degli investimenti e l'eccessivo uso della leva hanno aggravato le sue crisi [5].

Dal 2022 l'innalzamento dei rendimenti richiesti dagli investitori alla luce all'andamento del mercato finanziario non ha potuto essere soddisfatto perché non sarebbe stato possibile trasferirlo sui tassi applicati sui prestiti alle imprese, già molto elevati. La raccolta è quindi calata.

La situazione di tali imprese, concentrate nell'high-tech soprattutto negli USA, è peggiorata anche a causa del maggior costo dei debiti. Molte di esse sono fallite e hanno imposto agli intermediari di private credit forti svalutazioni e cospicui accantonamenti. L'avvento dell'intelligenza artificiale ha iniziato a colpire pesantemente il settore dei produttori di software, molto inserito nel portafoglio dei fondi di private credit, le cui licenze si presume valgano sempre meno.

La crisi ha colpito soprattutto gli investitori privati mentre non ha prodotto conseguenze drammatiche su quelli istituzionali. L'effetto di contagio,

4 Dati tratti dal Report on Vulnerability in Private Credit, Financial Stability Board, 6.5.2026.
5 Sulla vulnerabilità del private credit vedi l'appena citato Report del Financial Stability Board.

e quindi i temuti danni sistemici - favoriti dal pessimo comportamento delle società di rating, la cui valutazione dei rischi delle imprese finanziate e degli strumenti emessi e negoziati per sostenere i relativi debiti, spesso in modo poco trasparente e talvolta anche ai limiti della correttezza, si è spesso dimostrata errata, contribuendo a trarre in inganno i gestori e gli investitori di molti intermediari - sono stati modesti.

Il tutto è avvenuto nel quasi totale silenzio delle autorità di vigilanza, impedite a intervenire dalle norme in vigore, che fino a poco tempo fa non riguardavano, se non marginalmente, i NBFI, compresi quelli di private credit.

Questa lacuna nel nostro paese è stata colmata dal D.L.n.39 del 13.3.2026, che ha dato una definizione precisa dell'attività di private credit, imponendo agli intermediari che la svolgono regole prudenziali pressoché simili a quelle vigenti per le banche, indispensabili per assicurarne la sana e prudente gestione.

In verità, da noi casi simili a quelli americani non sono ancora accaduti e probabilmente non accadranno mai viste le grandi differenze fra la nostra situazione e quella degli USA. Anche in Italia, tuttavia, l'attività di private credit, peraltro ancora contenuta sia in termini assoluti sia in termini relativi, cioè rispetto all'evoluzione dell'intero nostro sistema di intermediazione, sta fortemente rallentando.

La raccolta complessiva dei fondi di private credit nel nostro Paese dall'inizio della loro attività ammonta comunque a poco più di 20 miliardi di euro e quella annua, nel 2025, è diminuita del 26% rispetto all'anno precedente, attestandosi attorno al miliardo di euro. Gli operatori italiani che hanno raccolto fondi nel mercato l'anno scorso sono stati 12 e hanno ottenuto una provvista di importo inferiore del 41% rispetto a quella dell'anno precedente.

Gravi difficoltà di rimborso e di riscatto delle quote dei fondi per il momento non sono ancora emerse, ma non è escluso che la situazione peggiori. In ogni caso esse non creerebbe danni eccessivi agli investitori istituzionali, i quali conoscono le regole del gioco e saprebbero come fare per affrontare eventuali crisi, che tutto sommato avrebbero dimensioni singole limitate. I

privati potrebbero invece avere difficoltà maggiori anche se apportano solo poco più del 6% di questi fondi. Pure la qualità dei prestiti concessi da questi ultimi non ha originato problemi rilevanti, essendo i beneficiari costituiti in larga parte da imprese sane di dimensioni medie operanti in territori e settori economici diversi [6].

5 La crisi del crowdfunding

In una situazione simile a quella del private credit si trova il crowdfunding, la cui definizione è stata recentemente fornita da una serie di norme molto complesse che hanno cercato di adattarla alle diverse finalità e strutture operative e contrattuali del settore.

Attualmente siamo in presenza di un ordinamento normativo variegato composto soprattutto dal Regolamento UE del Parlamento e del Consiglio UE del 7.10.2020 e dal Regolamento per la sua attuazione, redatto dalla Consob con delibera n. 22720 dell'1.6.2023. In base a tali norme l'attività di crowdfunding è stata assoggettata, per le relative competenze, alla vigilanza della Banca d'Italia e della Consob.

Le stesse norme hanno posto le basi per la riduzione dei rischi di coloro che investono nel finanziamento diretto e indiretto di imprese di piccole e medie dimensioni, con buona struttura informatica e digitale e anche giovani, come le start-up, che rappresentano la maggioranza della clientela di molte piattaforme di crowdfunding, ma hanno originato anche una serie di inconvenienti operativi, che frenano e rendono più costosa la loro attività, la quale può essere svolta in cinque comparti fondamentali, cioè nel finanziamento dei progetti di investimento in equity non immobiliari o mobiliari, nel lending non immobiliare o mobiliare (quest'ultimo detto anche peer-to-peer o P2P) e infine nella sottoscrizione di mini bond o di altri strumenti finanziari [7].

6 Vedi R.RUOZI e P. Amicarella, La crisi del private credit, Leasing Magazine, n. 3, 2026.
7 Vedi R.RUOZI, Il momento magico del peer-to-peer lending, Economia & Management, n.3,2016.

Tale classificazione si basa sulle differenze fra gli strumenti impiegati nell'attività quotidiana, sulle diverse caratteristiche dei settori merceologici in cui operano le imprese e le famiglie finanziate e, conseguentemente, sul variegato rischio per gli investitori, sempre associato ai rispettivi diversi rendimenti. Il non uniforme andamento di queste variabili spiega come i cinque comparti prima ricordati - ai quali si dovrebbero aggiungere quelli concernenti la raccolta di fondi per iniziative benefiche e sociali, i quali tuttavia hanno problematiche peculiari che quindi non considero in queste note - ne condizionano il rispettivo sviluppo, il quale, in effetti, varia da un caso all'altro anche significativamente.

Questo andamento è analizzato nel 10º Rapporto italiano sul crowdfunding del Politecnico di Milano, al quale attingerò per sostenere alcune conclusioni finali. In base ad esso il crowdfunding italiano avrebbe attraversato a partire da 2023, con forte accentuazione nel 2024 e nel 2025, una fase difficile [8].

Le difficoltà sono state soprattutto dovute al calo della raccolta, che ha condizionato le possibilità di investimento delle piattaforme ed è stato causato dal già ricordato innalzamento dei tassi di interesse, che ha aumentato le pretese degli investitori, le quali non sono state soddisfatte dalle piattaforme, impossibilitate a scaricarle sulle condizioni dei finanziamenti erogati.

Il tutto ha accentuato il rischio di liquidità degli investitori, ha provocato ritardi nella soddisfazione degli impegni delle imprese finanziate e ha portato, in alcuni casi, al non rispetto degli obblighi assunti dalle piattaforme con gli investitori soprattutto nel comparto immobiliare, a causa della crisi di iniziative di sviluppo bloccate da interventi specie di natura pubblica [9]. Non stupisce quindi che molti di essi abbiano cercato di dirottare le proprie sostanze verso altri settori del mercato bancario e finanziario.

8 10' Rapporto italiano sul crowdfunding, Politecnico di Milano, luglio 2025. Una sintetica, ma interessante, analisi quali quantitativa della nostra situazione si trova anche nel numero 1/2026 del Rapporto sulla stabilità finanziaria di Banca d'Italia. Altri dati e comparazioni internazionali sono infine contenuti in OVER VENTURES, European Community Capital Landscape, 2025.

9 Vedi l'intervista a G.GIUDICI, contenuta in A.BONAFEDE, Continua la crisi del crowdfunding, La repubblica, 11.5.2026.

Per risolvere almeno parzialmente il problema della liquidità, gli intermediari di crowdfunding hanno cercato di organizzare un mercato secondario dei loro impieghi, ma i risultati sono stati modestissimi.

Paradossalmente, le difficoltà sono state accentuate anche dalla nuova normativa e dagli interventi di Banca d'Italia e Consob volti a farla rispettare, i quali hanno, da un lato, ridotto, a parità di altre condizioni, il rischio degli investitori ma, dall'altro lato, hanno complicato la gestione delle piattaforme, il cui numero è clamorosamente sceso, incidendo quindi in modo negativo anche sulla loro raccolta.

È stato proprio questo il principale motivo per il quale molte piattaforme sono state chiuse. Altre lo sono state perché incorporate in intermediari bancari e non bancari o perché l'autorizzazione è stata revocata dalle autorità di vigilanza per una cattiva gestione caratterizzata spesso da conflitti di interesse e da alte insolvenze, ma anche perché alcune sono fallite o sono state oggetto di liquidazioni volontarie. Nel complesso la loro situazione economica e patrimoniale non è comunque mai stata brillante e la maggioranza delle piattaforme ha chiuso il bilancio 2024 in perdita.

Al 30.10. 2025 esistevano comunque 42 piattaforme autorizzate, di cui 22 operanti nel collocamento di valori mobiliari, 14 nel collocamento di prestiti diretti e 6 in entrambi i comparti. In passato ne esistevano quasi una settantina. Nei diversi comparti un piccolo numero di piattaforme detiene quote di mercato relativamente consistenti e la concorrenza fra loro è limitata. Comunque, da quando il crowdfunding è entrato in Italia, la raccolta totale è arrivata a circa 1,5 miliardi di euro. Fra il luglio 2024 e il giugno 2025 essa ha invece superato di poco i 250 milioni. Nel solo comparto dell'equity crowdfunding nell'ultimo biennio l'investimento annuo pro capite ha raggiunto quasi 12.000 € ed è stato effettuato soprattutto da persone fisiche.

È interessante notare che in larga parte si tratta comunque di piattaforme indipendenti, accanto alle quali tuttavia alcune, specie fra le più grandi e relativamente più solide, hanno già abbandonato l'indipendenza per entrare in gruppi finanziari o bancari, integrando in essi la loro attività. Questo apre il

più ampio discorso sui rapporti fra NBFI e banche.

Preliminarmente vorrei tuttavia vedere se l'attuale trend recessivo del crowdfunding è destinato a proseguire o se si può attendere a più o meno lunga scadenza una sua inversione [10].

A questo proposito occorre innanzitutto capire quale sarà il futuro delle imprese finanziate e se e come si riuscirebbe a rendere più efficiente il mercato secondario ricordato in precedenza. Al fine di rilanciare il crowdfunding sarebbe anche necessario effettuare campagne informative sulla sua esistenza, dato che esso è tuttora in buona parte un illustre sconosciuto sia ai potenziali investitori sia ai potenziali destinatari di finanziamenti. Occorrerebbe inoltre ridurre il numero delle piattaforme, aumentare le loro dimensioni realizzando quindi economie di scala nella relativa gestione e riducendo le insolvenze anche migliorando i criteri di valutazione delle capacità di far fronte ai propri impegni da parte dell'imprese clienti. Infine, se si diffondesse l'idea che il crowdfunding potrebbe essere più utile di quanto sia oggi per lo sviluppo del nostro mercato finanziario, sia dal punto di vista dell'offerta sia da quello della domanda, le autorità di vigilanza dovrebbero interpretare e applicare con maggiore elasticità le norme attuali. Potenziando un nuovo canale sano, regolato ed efficiente di accesso al mercato finanziario delle PMI italiane si sosterrebbe meglio la più importante componente dell'infrastruttura industriale del nostro paese, che tradizionalmente ha difficoltà ad accedervi.

Quanto prima auspicato, sia ben chiaro, non aumenterebbe molto l'efficienza del nostro mercato bancario e finanziario nel suo complesso, ma comunque qualche risultato potrebbe produrre e questo sarebbe meglio di niente.

10 La nostra situazione è comunque molto meno grave di quella che caratterizza altri paesi, come la Francia, sulla quale vedi G.PIERRET, Le crowdfunding, un modèle en crise, Le monde, 25.4.2026.

6. Conclusioni

Le speranze sulla capacità dei NBFI di cambiare dall'interno il sistema finanziario italiano sono andate deluse. La riduzione della fiducia quasi incondizionata, che per molti anni ha accompagnato le banche, non è infatti stata bilanciata da un miglioramento della stessa fiducia nei riguardi dei NBFI. Non stupisce quindi che certe banche abbiano potuto riprendere quote di mercato che sembravano perdute per sempre e abbiano rafforzato e migliorato i rapporti con la clientela. Non è che tutti i loro problemi siamo stati risolti, ma sono passati quasi in secondo piano rispetto a quelli degli NBFI loro concorrenti.

Le campagne di informazione sulle varie operazioni di riorganizzazione del sistema bancario hanno attirato da qualche anno l'opinione pubblica come non era mai accaduto e sono state uno strumento di marketing molto efficace. Anche la diffusione su vasta scala degli ultimi risultati economici delle banche ha continuato ad agire in tal senso e a far salire i corsi di borsa delle loro azioni.

L'atteggiamento degli utilizzatori di servizi e di prodotti bancari e finanziari si è quindi orientato verso il ritorno, seppure in modi nuovi condizionati soprattutto dal miglioramento della cultura finanziaria della gente e dalla sua maggiore dimestichezza con gli strumenti tecnologici e digitali, ad un passato non molto lontano quando la banca era un soggetto economico indispensabile per quasi tutti.

Il desiderio di realizzare un incontro diretto fra domanda e offerta di operazioni finanziarie saltando l'intermediazione si è indebolito anche a causa di una serie di crisi come quelle qui analizzate.

Nel complesso ciò che si è detto sulla necessità di avere un settore finanziario meno bancarizzato, più diversificato e più innovativo rimane valido ancora oggi. In particolare, il ruolo dell'innovazione finanziaria è rimasto molto importante, anche se è stato inferiore alle attese.

Questa constatazione porta a chiedersi perché l'innovazione finanziaria

non sia riuscita nell'intento, rilevando che recepirla e svilupparla non è facile. Si tratta di un fatto più comportamentale e culturale che tecnico economico in senso stretto. Il timore che le innovazioni e i cambiamenti da esse prodotti possano dare risultati più negativi che positivi è, del resto, molto diffuso specie in un settore come quello bancario e finanziario, che è sempre stato conservatore.

In tale settore, comunque, l'innovazione non è mai mancata, ma purtroppo non è stata quasi mai introdotta, gestita e sviluppata in modo deciso e convinto.

I paesi europei, compreso il nostro, figurano tra i leader mondiali per produzione scientifica, brevetti e ricerca tecnologica, ma faticano a trasformare questa forza in strumenti capaci di competere efficacemente non solo a livello globale, ma neppure su scala nazionale, come dimostra ciò che è accaduto anche nel mercato bancario e finanziario.

A titolo di esempio, ricordo che in Italia abbiamo rafforzato il venture capital, reso più profondi i mercati dei capitali, rimosso gli ostacoli alle IPO, adottato regole e norme per una finanza di nuova generazione, comprensiva delle criptovalute e dell'intelligenza artificiale, ma l'attenzione delle autorità di vigilanza è stata rivolta più a gestire la tecnica e la tecnologia e a proteggere i creditori, compresi gli investitori, che a guidare le vie e i modi con cui e per cui i mezzi finanziari possono essere intermediati.

Si tratta di cambiare marcia per produrre contributi indispensabili, seppur non determinanti, per disegnare l'architettura istituzionale della nostra finanza, per facilitare l'integrazione delle politiche per l'innovazione con un vero sviluppo dei mercati bancari e finanziari e, in particolare, per migliorare la continuità e l'efficienza dell'intermediazione.

Per tornare comunque alle caratteristiche di fondo dei due settori prima esaminati, occorre infatti analizzare le loro possibilità di sostenere lo sviluppo economico generale, trascurando il fatto che gli intermediari che li compongono si inseriscono fra i due estremi rappresentati essenzialmente da forme di microcredito, da un lato, e dal sistema bancario, dall'altro. Il *missing middle*

del finanziamento alle PMI, che avrebbe dovuto essere con essi colmato almeno parzialmente, è così rimasto quasi immutato, specie con riferimento al finanziamento delle start-up ad alto contenuto tecnologico e digitale [11].

Del resto, i NBFI sono sempre stati collocati al margine dell'interesse collettivo e le loro connessioni con il resto del sistema bancario e finanziario non sono mai state consistenti. Eppure, molti di essi, come quelli del private credit e del crowdfunding, da un lato, e quelli istituzionali, dall'altro lato, avrebbero potuto appropriarsi di un ampio spazio, operando nel loro relativo interesse specifico, ma anche in quello più ampio della collettività nel suo insieme.

Questo potrebbe invece avvenire se i rapporti fra gli intermediari bancari e quelli non bancari, si facessero più intensi ed efficienti. C'è chi dice che ciò potrebbe essere pericoloso perché l'eventuale crisi dei non bancari potrebbe coinvolgere le banche in una spirale sistemica, come quella che per certi versi ha già caratterizzato gli USA [12]. In verità, un fenomeno del genere ben difficilmente potrebbe coinvolgere il nostro paese, non fosse che per l'enorme differenza di dimensione assoluta e relativa dell'attività dei due tipi di intermediari in questione.

Se ci ponessimo comunque il problema di capire quali sarebbero gli interessi degli intermediari non bancari e di quelli bancari a integrarsi di più e meglio di quanto accade oggi, potremmo ricordare che i primi hanno generalmente una solidità economica e patrimoniale più bassa di quella delle banche e, se finissero in qualche modo nel loro ambito, potrebbero respirare molto meglio. Dall'altro lato i NBFI, per la produzione, la gestione e il controllo della loro attività, devono comunque quasi sempre esternalizzare alcuni servizi a fornitori di varia natura, fra i quali a parità di altre condizioni, quelli bancari sarebbero preferibili ad altri meno esperti e meno inseriti nel mercato finanziario.

Le banche, da parte loro, potrebbero anch'esse ottenere vantaggi fornendo

---

11 Su questi argomenti vedi anche l'editoriale di EURO-CROWD del 30.4.2026 intitolato Europe's Missing Middle: Crowdfunding and the Limits of Capital Market Integration.

12 Vedi R.RUOZI, Private credit e banche: i rischi sistemici, "Il risparmio" N.1 / 2026.

ai NBFI servizi di gestione dei flussi informatici, amministrativi e tecnologici, di selezione della clientela da affidare, di recupero dei crediti insoluti e, infine, soprattutto quelli riguardanti i flussi dei pagamenti della clientela. Collaborazioni di questo tipo finora nel nostro paese non se ne sono avute molte, mentre altrove le cose vanno diversamente, registrando il successo di numerose piattaforme che hanno addirittura assunto la veste di banche o che hanno gestito cospicui mezzi finanziari loro affidati da queste ultime per concedere prestiti che hanno potuto o voluto fare direttamente.

In effetti, le banche hanno in questo contesto trovato una asset class particolarmente interessante, che dovrebbe consentire loro di delegare alle piattaforme e ai fondi proprio una parte del processo di selezione e di valutazione della clientela da affidare nonché la determinazione dei rating. Tali operazioni non possono invece essere utilizzate per contenere l'assorbimento di patrimonio che la concessione diretta dei crediti comporta. Con l'utilizzo delle piattaforme e dei fondi si potrebbero invece risolvere almeno in parte alcuni problemi di carattere organizzativo, come la semplificazione della struttura delle banche e l'attenuazione dei loro rischi. Ciò sarebbe possibile se la valutazione di questi ultimi fosse almeno parzialmente affidata anche a operatori che, come molti NBFI, sono dotati di tecnologie migliori di quelle di cui molte banche dispongono direttamente. Le generalizzazioni in proposito sono comunque difficili, ma è certo che le banche più interessate all'integrazione con i NBFI dovrebbero avere una buona dimensione, volere una gestione più accurata dei portafogli della loro clientela e desiderare di migliorare i contatti operativi con i territori in cui sono inserite, non considerando opportuno e/o conveniente mettere in piedi apposite strutture per soddisfare i loro fabbisogni onde mantenere e rafforzare la fiducia nelle famiglie e nelle PMI sia come creditrici sia come debitrici.

Quanto all'idea di utilizzare l'integrazione anche per aumentare e diversificare la raccolta del risparmio e in genere dei mezzi finanziari degli investitori ricordo infine che non bisogna trascurare i rilevanti influssi, che l'integrazione potrebbe produrre non solo sul finanziamento delle imprese e delle famiglie,

ma anche sulla quantità e sulla qualità della raccolta delle piattaforme e dei fondi e, contemporaneamente, su quella delle banche, le quali potrebbero contribuire ad aumentare e soprattutto diversificare i portafogli dei propri clienti. È vero che le attività finanziarie utilizzate per la raccolta delle piattaforme e dei fondi qui esaminati sono per gli investitori mediamente più rischiosi di quelle emesse dalle banche, ma potrebbero trovare nei loro portafogli personali buoni spazi e dare risultati soddisfacenti specie quando ne rappresentassero solo una parte ragionevole.

Per rinnovare o attivare un nuovo abbonamento
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 10187 Intesa Sanpaolo
Via Vittorio Veneto 108/b- 00187 ROMA
IBAN IT92 M030 6905 0361 0000 0010 187

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:
amministrazione@editriceminervabancaria.it

Condizioni di abbonamento ordinario per il 2027

	Rivista Bancaria Minerva Bancaria bimestrale	**Economia Italiana** quadrimestrale	**Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana**
Canone Annuo Italia *(print)*	**€ 130,00**	**€ 100,00**	**€ 180,00**
Canone Annuo Estero *(print)*	**€ 185,00**	**€ 130,00**	**€ 260,00**
Abbonamento WEB	**€ 80,00**	**€ 70,00**	**€ 110,00**
Canone Annuo Italia *(print + web)*	**€ 170,00**	**€ 130,00**	**€ 260,00**
Canone Annuo Estero *(print + web)*	**€ 220,00**	**€ 160,00**	**€ 330,00**

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.
L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.
I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.
Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 50,00 / € 10,00** digitale
Prezzo di un fascicolo arretrato (annata precedente) **€ 60,00 / € 10,00** digitale

Pubblicità

1 pagina **€ 1.500,00** - 1/2 pagina **€ 800,00**

RIVISTA BANCARIA

MINERVA BANCARIA

ABBONATI - SOSTENITORI

3D WORKS

ALLIANZ BANK F. A.

AMF ITALIA

ANIA

ANNUNZIATA & CONSO

ARION INVESTMENT MANAGEMENT

ASSICURAZIONI GENERALI

AIPB - ASSOCIAZIONE ITALIANA PRIVATE BANKING

ASSOCIAZIONE NAZIONALE BANCHE POPOLARI

ASSOFIDUCIARIA

ASSONEBB

ASSORETI

BANCA D'ITALIA

BANCA FINNAT

BANCA IFIS

BANCA POPOLARE DEL CASSINATE

BANCA SELLA HOLDING

BANCO BPM

BANCO POSTA SGR

BLUE SGR

CASSA DI RISPARMIO DI BOLZANO

CASSA LOMBARDA

CBI

CONFCOMMERCIO

CONSOB

Divisione IMI - CIB Intesa Sanpaolo

EFPA - ITALIA

ERNST & YOUNG

FEDERCASSE

FONDAZIONE AVE VERUM

INTESA SANPAOLO

ISTITUTO PER IL CREDITO SPORTIVO E CULTURALE

IVASS

LOQSEA TECHNOLOGY

NET INSURANCE

OCF

UNIONE FIDUCIARIA

VER CAPITAL

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA

ADVISORY BOARD

PRESIDENTE:
MARCO TOFANELLI, Assoreti

MEMBRI:
Andrea Battista, Net Insurance
Nicola Calabrò, Cassa di Risparmio di Bolzano
Luca De Biasi, Mercer
Vincenzo Formisano, Banca Popolare del Cassinate
Liliana Fratini Passi, CBI
Luca Galli, Ernst & Young
Giovanna Paladino, Intesa SanPaolo
Andrea Pepe, FinecoBank
Andrea Pescatori, Ver Capital
Paola Pietrafesa, Allianz Bank Financial Advisors
Gerardo Tarricone, Arion Investment Management ltd.

Editrice Minerva Bancaria
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE
GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO
Claudio Chiacchierini, Università degli Studi di Milano Bicocca
Mario Comana, Luiss Guido Carli
Adriano De Maio, Università Link Campus
Raffaele Lener, Università degli Studi di Roma Tor Vergata
Marcello Martinez, Università della Campania
Giovanni Parrillo, Editrice Minerva Bancaria
Marco Tofanelli, Assoreti