

Quaderni FinTech

Marketplace lending

Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?

*A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti,
F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi*



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

5

luglio 2019

*Nella collana dei Quaderni **FinTech**
sono raccolti lavori di ricerca relativi
al fenomeno «FinTech» nei suoi molteplici aspetti
al fine di promuovere la riflessione e
stimolare il dibattito su temi attinenti
all'economia e alla regolamentazione
del sistema finanziario.*

Tutti i diritti riservati.
È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

ISBN 9788894369755

Marketplace lending

Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?

A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi (*)

Sintesi del lavoro

Il *marketplace lending* è uno fra i fenomeni più interessanti in ambito *FinTech*, non solo per la rapidità con cui negli ultimi anni, specie in Paesi diversi dall'Italia, è venuto ad espandersi in termini di volumi (sia pure ancora limitati quanto a valore assoluto), ma soprattutto per il carattere innovativo dei modelli di *business* in cui il fenomeno stesso si traduce: modelli in grado di mettere in discussione consolidate partizioni e categorie del settore finanziario, ponendo rilevanti questioni dal punto di vista della strategia regolatoria.

Si tratta di una forma di finanziamento alternativa a quelle tradizionali e riconducibile, per un verso, all'applicazione al settore dei servizi finanziari di tecniche di intermediazione digitale sviluppate nell'*e-commerce* e, per un altro, al più ampio ambito del *crowdfunding*. Nel "genere" *crowdfunding*, e al di là delle scelte terminologiche, la "specie" in discorso si connota per l'essere imperniata sulla raccolta di finanziamenti da parte di soggetti privati (individui o imprese), effettuata tramite una piattaforma, normalmente accessibile via internet. Si è scelto di riferirsi al fenomeno in discorso con il termine *marketplace lending* perché esso ha il pregio di mettere l'accento sul profilo che può dirsi più peculiare di tale nuovo modello operativo: il trattarsi di una attività organizzata in modo tale da assemblare (in modo nuovo e originale rispetto ai modelli tradizionali grazie alla presenza della piattaforma) la prospettiva creditizia (*lending*) con quella del mercato (*marketplace*). Ci troviamo di fronte, infatti, a un modello di *business* nuovo, che - grazie all'innovazione tecnologica e, in particolare, all'utilizzo di tecnologie abilitanti quali la struttura di piattaforma e i *big data analytics* - consente il soddisfacimento di bisogni "classicamente" finanziari (come il bisogno di finanziamento, di singoli come di enti collettivi, e quello di

(*) Antonella Sciarrone Alibrandi, Ordinario di Diritto bancario, Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicurative, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; antonella.sciarrone@unicatt.it;

Giuliana Borello, Ricercatore di Economia degli intermediari finanziari, Dipartimento di Economia aziendale, Università di Verona; giuliana.borello@univr.it;

Roberto Ferretti, Avvocato, Studio Legale Bonora e Associati, Milano; membro dell'organo decidente dell'Arbitro Bancario Finanziario (Milano); r.ferretti@studiobonora.it;

Francesca Lenoci, Post-Doctoral Researcher, Università Cattolica del Sacro Cuore; francescadaniela.lenoci@unicatt.it;

Eugenia Macchiavello, Professore a contratto di diritto bancario, Università degli studi di Genova; assegnista di ricerca, Università degli studi di Roma 3; eugenia.macchiavello@unige.it;

Francesca Mattassoglio, Ricercatore di diritto dell'economia, Dipartimento di scienze economico-aziendali e diritto per l'economia, Università degli studi di Milano Bicocca; francesca.mattassoglio@unimib.it;

Federico Panisi, dottorando di ricerca, Università degli studi di Brescia; f.panisi@unibs.it.

Si ringraziano Giuseppe D'Agostino e Pasquale Munafò (Consob) e gli altri partecipanti del gruppo di lavoro *FinTech* per gli utili commenti. Si ringraziano inoltre gli operatori che hanno partecipato alle interviste e risposto alle nostre domande. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo le istituzioni di appartenenza.

investimento) ma con modalità differenti da quelle tradizionali. E, a giudicare dalle sempre maggiori dimensioni che il *marketplace lending* è andato negli anni assumendo a livello mondiale, sembra trattarsi, quantomeno *prima facie*, di **modalità che rispondono in modo efficace a bisogni finanziari concreti**, nel senso che la presenza delle piattaforme genera una serie di vantaggi sia per i *crowd-borrower* sia per i *crowd-investor*, producendo, tuttavia, anche **potenziali nuovi rischi** di lesione di quegli stessi interessi non da oggi alla base della regolazione del sistema finanziario (tutela del risparmio, degli investitori e, più in generale, dei clienti; riduzione di asimmetrie informative, azzardo morale e selezione avversa; stabilità, buon funzionamento e competitività del sistema finanziario; fiducia nel sistema medesimo). Ciò conduce alla necessità non solo di ricondurre questo tipo di attività a tale alveo, ma anche di farlo, date le peculiarità del modello di *business* in discorso, con una **normativa dedicata e disegnata secondo un approccio *activity-based***, che risponda ad una logica funzionale (in ragione delle peculiari funzioni svolte dalle piattaforme), **proporzionale** (in considerazione dei volumi, complessità dell'attività e dei prodotti) e in grado di tutelare sia i *crowd-investor* che i *crowd-borrower*.

Il Quaderno è articolato in tre parti.

Nella Parte I è contenuto l'inquadramento generale del fenomeno, a partire dalla struttura portante del *marketplace lending*, ovvero la **piattaforma digitale**, di cui verranno messi in luce i tratti caratterizzanti e il dibattito in corso sull'opportunità di un intervento regolatorio riferibile in generale a tale modello operativo (cioè, indipendente dallo specifico mercato in cui esso opera), oltre che rivolto in modo puntuale alle piattaforme che offrono servizi di *crowdfunding*.

Obiettivo della Parte II è, invece, offrire un'**analisi in chiave economica del *marketplace lending***, attraverso un'analisi – distinta per il mercato internazionale e per quello domestico – dei principali modelli di *business* utilizzati dalle piattaforme e i loro volumi di attività. Dato il ruolo centrale e caratterizzante giocato dalla **valutazione del merito creditizio** dei richiedenti nel novero dei servizi offerti dai *lending marketplace* ai loro utenti, ad essa sarà riservata una analisi *ad hoc* (con particolare attenzione alle modalità innovative attraverso cui tale servizio viene reso).

Nella Parte III, verrà poi svolta un'**analisi in chiave giuridica della struttura e del funzionamento dei *lending marketplace***. Dapprima si vaglierà l'operatività delle piattaforme rispetto alle riserve di attività che presidiano, per lo più a livello europeo, il settore finanziario in senso lato (raccolta del risparmio e/o erogazione del credito, prestazione di servizi di pagamento; prestazione di servizi di investimento); ancora, si valuterà l'applicabilità ai *lending marketplace* di **altre discipline** relative al settore finanziario (antiriciclaggio e usura) come pure di normative di più ampia portata (ad es. la tutela dei consumatori e la protezione dei dati), verificandone la congruità con l'attività esercitata dalle piattaforme; in seguito, si svolgerà un approfondimento, in chiave giuridica, del servizio di **valutazione del merito creditizio** che si è detto assumere importanza centrale fra quelli offerti dalle piattaforme.

L'analisi in chiave giuridica si sposterà poi sul piano internazionale attraverso l'**esame di alcune normative speciali** di recente adottate da alcuni Stati europei per disciplinare il fenomeno del *marketplace lending* (a volte congiuntamente con l'*equity crowdfunding*), nonché della recente **Proposta di regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (ESCPs)**.

Il Quaderno si chiuderà, infine, con alcune **conclusioni** in ordine all'opportunità di regolare il *marketplace lending* nel contesto di un più **generale ripensamento delle attuali strategie normative** di regolazione e di supervisione finanziaria, reso necessario per far fronte alle opportunità e ai rischi che l'innovazione tecnologica porta con sé.

Marketplace lending

Towards new forms of financial intermediation?

A. Sciarone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi ()*

Abstract

Marketplace lending is one of the most interesting phenomena in the FinTech area, not only for the registered growth rates in terms of volumes in the last few years, especially in countries other than Italy, but also and especially for the innovative character of the business models deployed: models able to **cast doubts on the traditional sectorial separations and categories of the financial sector**, therefore raising relevant issues from the point of view of regulatory strategies.

It represents an alternative form of financing which can be reconnected, on the one hand, to the application of digital intermediation techniques developed in the e-commerce area and, on the other hand, to the more general **crowdfunding** phenomenon. In fact, marketplace lending is characterized, within the crowdfunding *genus*, by realizing the **collection of financing by private entities (individuals or firms), through a digital platform** (generally accessible by the internet). We have decided to refer to such phenomenon with the term 'marketplace lending', which allows to underline the most peculiar feature of this business model, i.e. being an activity organized in such a way to **put together** (in a new and original way, compared to traditional intermediaries' models, thanks to the presence of platforms) **the lending perspective with the one of capital markets and trading venues**. We are in fact observing a new business model, which – thanks to technological innovation and, in particular, to the use of enabling technologies (such as platform structures and big data analytics) – allows the fulfillment of classical financial needs (e.g. the financing needs of individuals or legal persons and investment needs), but with models and structures different from traditional ones. Furthermore, considering the incredible and constant growth in size of marketplace lending worldwide, such new models and structures seem, at least at first sight, to **effectively respond to concrete financial needs**, with the platform presence creating a

(*) Antonella Sciarone Alibrandi, Full Professor of Banking Law, Department of Banking, Financial and Insurance science, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; antonella.sciarone@unicatt.it;

Giuliana Borello, Assistant Professor of Financial Markets and Institutions, Department of Business Administration, Università di Verona; giuliana.borello@univr.it;

Roberto Ferretti, Attorney-at-law, Studio Legale Bonora e Associati, Milan; member of the 'Arbitro Bancario Finanziario' (Milan); r.ferretti@studiobonora.it;

Francesca Lenoci, Post-Doctoral Researcher, Università Cattolica del Sacro Cuore; francescadaniela.lenoci@unicatt.it;

Eugenia Macchiavello, Lecturer/Adjunct Professor in Banking Law, University of Genoa; Researcher, University of Rome 3; eugenia.macchiavello@unige.it;

Francesca Mattassoglio, Assistant Professor of Economic Law, Dipartimento di scienze economico-aziendali e diritto per l'economia, Università degli studi di Milano Bicocca; francesca.mattassoglio@unimib.it;

Federico Panisi, Ph.D. candidate, Università degli studi di Brescia; f.panisi@unibs.it.

The authors thank Giuseppe D'Agostino and Pasquale Munafò (Consob) as well as the other members of the FinTech working group for useful comments to an earlier version of the paper. We are also grateful to the FinTech operators participating to the interviews and answering to our questions. The authors are the only responsible for errors and imprecisions. The opinions expressed should not be referred to the affiliated institutions.

range of advantages both for crowd-borrowers and for crowd-investors. Nonetheless, the same also creates **potential new risks**, endangering in particular the same interests traditionally grounding and protected by financial regulation (depositor and investor protection and, more generally, client protection; reduction of asymmetric information, moral hazard and adverse selection problems; stability, correct functioning and competitiveness of the financial system; trust in the financial system). This highlights the need, not only to place marketplace lending within the scope of financial regulation, but also to do so in consideration of the peculiar features of this business model, through an *ad hoc* regime, designed employing an **activity-based approach** and a **functional** (therefore, also reflecting the particular functions performed by digital platforms) and **proportional** perspective (in consideration of volumes, complexity of activities and products) as well as able to protect both crowd-investors and crowd-borrowers.

The present contribution is organized in three sections.

In Section I, a first **description of marketplace lending and overview of the main regulatory issues** raised by the same are presented. It starts by analyzing, first, the **digital platform model**, which represents the fundamental structure of lending marketplaces, highlighting the peculiar features of the same and the current debate about the need to regulate such operative model *per se* (irrespective of the specific market and sector in which it operates), before moving more specifically to crowdfunding platforms.

Section II, instead, aims at offering an analysis of **marketplace lending from an economic perspective** through the analysis of the main business models deployed by lending marketplaces and activity volumes, distinguishing between (and separately analyzing) international and national markets. Considering the central role played by the **assessment of crowd-borrowers' creditworthiness** among the services offered by lending marketplaces to their users, we will reserve to such topic an *ad hoc* paragraph, with special regard to the innovative instruments deployed.

Section III will be dedicated to a comprehensive **legal analysis of the structure and functioning of lending marketplaces**. We will evaluate, first, the activities conducted by platforms in relation to the **activities reserved to authorized operators** – mostly in connection with a prescription in this sense at EU level – by financial regulation (e.g. collection of reimbursable funds and/or lending, payment services, investment services); second, we will assess the applicability to lending marketplaces of **additional disciplines** in the financial sector area (e.g. anti-money laundering and usury) as well as of rules of broader scope (e.g. consumer protection and data protection disciplines), verifying, moreover, the compatibility with the activity conducted by lending marketplaces; third, in consideration of its central relevance among platforms' services, we will focus again on the above mentioned **service of creditworthiness assessment**, this time from a legal perspective.

The legal analysis will then move to the international sphere, examining the *ad hoc* **regulations on marketplace lending** (and often on equity crowdfunding, too) adopted by certain European Member States, as well as the recent **Proposal for a regulation on European Crowdfunding Service Providers (ESCPs) for businesses**.

This contribution will **conclude** by presenting some thoughts and suggestions about the opportunity to regulate marketplace lending in the framework of a more **general rethinking of existing regulatory and supervisory strategies in the financial sector**, in order to adequately deal with the opportunities and risks entailed by technological innovation.

JEL Classifications: D18, E51, G21, G23, G24, G28, G29, G38, K12, K20, K22, K24, L14, L22, O16, O17.

Keywords: FinTech, crowdfunding, marketplace lending, marketplace investing, credit scoring, Prospectus, financial instrument, investment product, investment services, credit intermediary, banks, investment firms, consumer credit, business credit, institutional investors, securitization, secondary market, financing, investor protection, sharing economy, digital platforms, product governance, business model, algorithms, EU law, functional approach.

Sommario

PARTE I

<i>Lending marketplace</i> e piattaforme digitali. Questioni di fondo	11
1 Introduzione e struttura dell'opera	11
1.1 Precisazioni terminologiche e perimetro d'indagine	11
1.2 Sviluppo dell'analisi	15
2 La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech	16
2.1 La digitalizzazione economico-sociale ed il ruolo chiave delle piattaforme	16
2.2 Le "piattaforme finanziarie" e le aree di articolazione del FinTech	19
2.3 Regolare le piattaforme digitali: tra prime azioni per un <i>new deal</i> dell'economia digitale e strategie future	22
3 L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai <i>lending marketplace</i> . Linee di fondo	28
3.1 I <i>lending marketplace</i> in prospettiva regolatoria: disintermediazione o nuova forma di intermediazione?	28
3.2 Cenni comparatistici sui diversi approcci regolamentari al <i>marketplace lending</i>	32
3.3 Lo stato dell'arte in Italia	33
3.4 La necessità di un approccio regolatorio "funzionale"	36

PARTE II

Analisi economica dei <i>lending marketplace</i>	39
4 Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale	39
4.1 Microstruttura dei <i>lending marketplace</i>	39
4.1.1 Le origini del fenomeno e la sua trasformazione	39
4.1.2 I <i>business model</i> delle piattaforme secondo la mappatura IOSCO	41
4.1.3 Specializzazione dei <i>lending marketplace</i> sulla base delle caratteristiche soggettive degli utenti	47
4.1.4 (<i>segue</i>)... e sulla base delle finalità del finanziamento	50

4.1.5	Operatività <i>cross-border</i>	53
4.1.6	Meccanismi di allocazione delle somme e remunerazione dei <i>crowd-investor</i>	54
4.1.7	Forme di protezione per il finanziatore (prestiti <i>unsecured, protected</i> o <i>secured</i>)	56
4.1.8	<i>Screening</i> , altri servizi e schemi di remunerazione delle piattaforme	58
4.1.9	L'evoluzione degli assetti organizzativi dei <i>lending marketplace</i> : le forme di liquidazione anticipata	59
4.2	Dimensioni del <i>marketplace lending</i>	62
4.2.1	Qualche considerazione di scenario	62
4.2.2	Diffusione del <i>marketplace lending</i> a livello internazionale	71
4.2.3	Analisi di alcuni mercati rilevanti: Europa continentale, Gran Bretagna, Stati Uniti e Cina	75
5	Il ruolo centrale assunto dal servizio di valutazione del merito creditizio e di <i>credit scoring</i> nel contesto del <i>marketplace lending</i>	88
5.1	Le piattaforme e il servizio di valutazione di merito creditizio e di <i>credit scoring</i>	88
5.2	Le tipologie di dati poste a base del servizio e il ruolo dei sistemi di rilevazione centralizzata dei rischi creditizi	91
5.3	Le modalità di valutazione dei dati: le procedure automatizzate di <i>credit scoring</i>	94
5.4	Rischi ed opportunità connessi al <i>credit scoring</i>	95
6	Il <i>marketplace lending</i> in Italia: caratteristiche e dimensioni del fenomeno	96
6.1	L'avvio del fenomeno e il suo sviluppo in termini di volumi	96
6.2	I <i>business model</i> delle piattaforme italiane	99
6.3	Requisiti di ammissione di <i>crowd-borrower</i> e <i>crowd-investor</i> . Caratteristiche degli effettivi fruitori del <i>marketplace lending</i>	101
6.4	Finalità dei finanziamenti	107
6.5	Forma tecnica e caratteristiche dei finanziamenti	108
6.6	Volumi aggregati e importo medio finanziato	111
6.7	<i>Lender choice</i> o gestione di portafoglio?	115
6.8	Costo del finanziamento per i <i>crowd-borrower</i> , remunerazione per i <i>crowd-investor</i> e commissioni percepite dalle piattaforme	117
6.9	Cessione del credito prima della sua naturale scadenza ed estinzione anticipata del finanziamento. La presenza di mercati secondari	120
6.10	Qualità del credito: valutazione del merito creditizio, autodichiarazioni su default ed evidenza empirica sulle sofferenze	122

PARTE III

Analisi giuridica dei <i>lending marketplace</i>	131
7 Le piattaforme di <i>marketplace lending</i> alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)	131
7.1 La raccolta del risparmio	131
7.2 L'erogazione del credito e la mediazione creditizia: la mancanza di un quadro armonizzato (unitario) europeo	138
7.3 La prestazione dei servizi di pagamento	145
7.4 La prestazione dei servizi di investimento. Il <i>marketplace lending</i> come fonte di una nuova tipologia di strumento finanziario?	152
7.5 Alcune prime riflessioni di <i>policy</i>	178
8 Oltre le riserve di attività. Altre discipline potenzialmente applicabili alle piattaforme	179
8.1 Status regolamentare delle piattaforme e discipline di tutela della clientela applicabili	179
8.2 Le discipline consumeristiche: valutazione di congruità rispetto al modello della piattaforma	182
8.3 Alcune considerazioni di <i>policy</i> sulle discipline di tutela della clientela	188
8.4 Disciplina antiusura	190
8.5 Normativa antiriciclaggio e di prevenzione del finanziamento del terrorismo	191
8.6 Le discipline relative al trattamento dei dati	194
9 Profili giuridici del servizio di valutazione del merito creditizio e di <i>credit scoring</i> nel contesto del <i>marketplace lending</i>	196
9.1 Tassonomia degli interessi da tutelare e ricognizione delle discipline potenzialmente rilevanti	196
9.2 Le <i>Guidelines</i> della BCE sulle <i>FinTech banks</i>	198
9.3 Le discipline del credito ai consumatori (CCD e MCD)	200
9.4 Le discipline di protezione dei dati personali	203
9.5 La <i>product governance</i>	206
10 Analisi comparata delle principali normative speciali in materia di <i>marketplace lending</i> vigenti in alcuni Stati membri	208
10.1 <i>Marketplace investing</i> e <i>marketplace lending</i> nel contesto delle discipline speciali	208
10.2 Definizione dell'attività principale svolta dalle piattaforme e principali caratteristiche dei prestiti	210
10.3 Altre attività consentite	212

10.4 I gestori delle piattaforme: requisiti soggettivi e oggettivi di accesso all'attività; vigilanza	214
10.5 Gli obblighi di condotta gravanti sui gestori delle piattaforme	216
10.6 Un primo raffronto comparativo	220
10.7 Attività <i>cross-border</i> delle piattaforme di <i>marketplace lending</i> e ostacoli connessi all'odierno <i>framework</i> normativo	222
11 Prospettive di regolazione del <i>crowdfunding</i> a livello europeo	225
11.1 La regolazione del <i>crowdfunding</i> a livello europeo: l' <i>Inception Impact assessment</i> della Commissione Europea	225
11.2 La proposta di regolamento europeo in materia di <i>European Crowdfunding Service Providers (ECSPs)</i>	227
12 Conclusioni	244
Tavole sinottiche – Discipline speciali	251
Bibliografia	257

Lending marketplace e piattaforme digitali

Questioni di fondo

1 Introduzione e struttura dell'opera

A. Sciarrone Alibrandi

1.1 Precisazioni terminologiche e perimetro d'indagine

Il *marketplace lending* è uno fra i fenomeni più interessanti in ambito *FinTech*, non solo per la rapidità con cui, specie in Paesi diversi dall'Italia, si sta espandendo in termini di volumi (sia pure ancora limitati quanto a valore assoluto), ma soprattutto per il carattere innovativo dei modelli di *business* in cui il fenomeno stesso si traduce: modelli in grado di mettere in discussione consolidate partizioni e tradizionali categorie del settore finanziario, ponendo rilevanti questioni dal punto di vista della strategia regolatoria.

Pur se ancora in fase emergente sul piano operativo e addirittura "nascente" dal punto di vista dell'inquadramento giuridico, il fenomeno ha già vissuto alcune trasformazioni e si presenta oggi, nel mercato sia domestico sia internazionale, in una pluralità di varianti cui si accompagna anche l'utilizzo di una terminologia non univoca. Oltre all'espressione *marketplace lending* vengono, infatti, impiegati, più o meno di frequente, numerosi altri termini: *social lending*, *peer-to-peer (P2P) lending* – dal quale viene, alle volte, distinto il *peer-to-business (P2B) lending* –, *direct-lending*, *crowd-lending*, *loan-based crowdfunding*, *lending-based crowdfunding*, *debt-based crowdfunding*, *FinTech credit*, etc. Nonostante tali denominazioni siano spesso utilizzate come sinonimi (o quantomeno in modo sostanzialmente fungibile), ciascuna di esse, a ben vedere, mette l'accento su uno specifico aspetto del fenomeno che non è detto essere presente in tutte le varianti operative, né assumere sempre valore centrale e determinante sotto il profilo della sua qualificazione giuridica.

Sulla base di tale rilievo e al fine di precisare meglio i contorni dell'indagine che sarà svolta nelle pagine seguenti, sembra utile perciò muovere proprio da un chiarimento di carattere terminologico evidenziando, in particolare, le ragioni – non nominalistiche, ma sostanziali – che hanno indotto ad utilizzare in questa sede, fra le molte in uso, l'espressione *marketplace lending* (per riferirsi all'attività e al fenomeno in generale) e *lending marketplace* (per riferirsi alle piattaforme che svolgono tale attività).

Va in via preliminare chiarito che il fenomeno in discorso costituisce una forma di finanziamento alternativa a quelle tradizionali. Esso è riconducibile, per un verso, all'applicazione al settore dei servizi finanziari di tecniche di intermediazione digitale sviluppate nell'*e-commerce* e, per un altro, al più ampio ambito del *crowdfunding*.

Con riguardo alle analogie con i modelli di piattaforma dell'*e-commerce*, occorre evidenziare che anche i *lending marketplace* assumono la forma di mercati multilaterali "istantanei" e "sempre aperti" organizzati in siti-web governati da operatori-intermediari che controllano tutte le fasi dei diversi processi d'interazione degli utenti (da un lato, utenti portatori di bisogni di investimento e, dall'altro, utenti portatori di bisogni di finanziamento) con la piattaforma, per agevolare la conclusione di transazioni finanziarie in coerenza con le proprie preferenze.

Significativamente, del resto, in ambito europeo la Commissione, in uno dei primi *Consultation Paper* dedicati al tema, ha colto l'essenza del *crowdfunding* proprio nel consentire un "*web-based matching*" di bisogni finanziari per i quali in passato era necessario rivolgersi a un intermediario¹. Di conseguenza, il *crowdfunding* partecipa del tratto forse più caratterizzante della *sharing economy*, vale a dire la sostituzione dell'affidamento (*reliance*) ai "pari" all'affidamento agli esperti.

Nel "genere" *crowdfunding*, e al di là delle scelte terminologiche, la "specie" in discorso si connota per l'essere imperniata sulla raccolta di finanziamenti da parte di soggetti privati (individui o imprese), effettuata tramite una piattaforma, normalmente accessibile via internet: le due famiglie di utenti vengono denominate *borrower* e *lender* (o, a volte, *investor*) e l'attività che li coinvolge *crowd-lending* o *debt-based crowdfunding*.

Nelle sue prime manifestazioni – e in connessione con le dinamiche della *sharing economy* – si è spesso denominato il fenomeno in discorso *social lending*, sottolineando così la possibilità di effettuare campagne di raccolta con finalità *non profit* (*a mix of a loan and fundraising*). L'espressione ha poi continuato ad essere utilizzata con indistinto riferimento al c.d. *financial return debt-based crowdfunding* (ossia «*the provision of capital in return for an expected return of capital plus interest over time*»), a prescindere cioè dalla presenza o meno di una *social campaign*.

A partire dalla prima fase di emersione del fenomeno, un'altra denominazione usata in modo ricorrente è stata *peer-to-peer (P2P) lending*, con essa volendosi sottolineare la presenza di soggetti privati (*consumer* o comunque *individual*) su entrambi i lati del mercato (*borrower* e *lender*) e il loro ruolo di protagonisti nell'attività di *funding* rispetto alla piattaforma e al suo gestore.

In seguito, ma sempre nella prospettiva della valorizzazione del ruolo degli utenti della piattaforma, di fronte all'emergere di alcune piattaforme specializzate nel

¹ Cfr. Commissione Europea (2013a): «*an emerging alternative form of financing that connects directly those who can give, lend or invest money with those who need financing for a specific project. using the internet to directly connect with funders*».

debt-funding destinato alle imprese (in particolare *small and medium enterprises*, SME), si è cominciato a utilizzare anche la denominazione (ad oggi comunque non molto diffusa) di *peer-to-business (P2B) lending*. Da quest'angolo visuale, va peraltro sin d'ora segnalato che l'ingresso delle imprese nel *debt-based crowdfunding* ha causato un sensibile aumento dell'interesse delle istituzioni europee nei confronti del fenomeno, di cui si è colto lo stretto nesso con la strategia in atto in punto di *Capital Markets Union (CMU)*. L'ampliamento di orizzonte al finanziamento alle imprese ha portato, infatti, con sé un incremento delle varianti operative di *debt-funding* (che vedono oggi il *business loan model* in senso stretto affiancato dal *capital raising* sotto forma di strumenti di debito, prestiti subordinati, etc.), con conseguente avvicinamento della prospettiva del *lending* a quella, propria dell'*equity crowdfunding*, della raccolta di capitale sul mercato².

Passando a considerare il profilo dei finanziatori, anche da quest'angolo visuale si riscontra un'evoluzione nei modelli di *business* rispetto alle manifestazioni originarie. In particolare, mentre in una prima fase poteva dirsi tratto caratterizzante del *lending-based crowdfunding* la presenza di una molteplicità di *individual lender* (nella logica, come si è detto, del *peer-to-peer* e, similmente, di un *crowd* di *peer*), più di recente hanno fatto il loro ingresso fra i *lender* banche e investitori istituzionali. Di conseguenza, al di là delle origini *peer-focused*, il termine *marketplace lending* pare oggi senz'altro più adatto a descrivere l'articolata fisionomia del fenomeno in discorso, prescindendo da qualsiasi connotazione soggettiva di *borrower* e *lender*.

Oltre al beneficio della maggiore ampiezza (emblematicamente è stato ritenuto «*an operative umbrella term*»; Ahern 2018, p. 4) inferiore forse alla sola espressione *FinTech credit*³, l'uso del termine *marketplace lending* presenta anche il pregio di mettere l'accento sul profilo che può dirsi più peculiare del fenomeno in discorso. A venire posto in risalto è, infatti, il trattarsi di una attività organizzata in modo tale da assemblare (in modo nuovo e originale rispetto ai modelli tradizionali grazie alla presenza della piattaforma⁴) la prospettiva creditizia (*lending*) con quella del mercato (*marketplace*). E, ancora, dalla sottolineatura, a livello terminologico, della funzione di *marketplace* della piattaforma discende l'ulteriore vantaggio, rispetto alle altre denominazioni, di accrescere l'attenzione sul rilevante ruolo giocato dal gestore della medesima in termini di organizzazione professionale dell'attività, di servizi offerti agli utenti (selezione delle imprese da ammettere; *credit scoring*; *matching* e, spesso, gestione dei flussi di liquidità e di trasferimento di fondi) e sin

- 2 Per un esempio di legislazione che utilizza in modo omnicomprensivo il termine *peer-to-peer lending*. cfr. Financial Markets Conduct Regulations, 2014 LI 2014/326, Reg. 185 (1)(b) (New Zealand), che definisce il *peer-to-peer lending service* come «*a facility by means of which offers of debt securities are made*» e individua il suo scopo principale nel facilitare «*the matching of lenders with borrowers who are seeking loans for personal, charitable, or small business purposes*».
- 3 L'espressione *FinTech credit* viene spesso utilizzata in documenti internazionali (cfr. ad esempio CGFS-FSB 2017) con riferimento a «*all credit activity facilitated by electronic platforms whereby borrowers are matched directly with lenders*», ivi comprese quindi anche *non-loan obligations* come *invoice trading*. Analoga espressione (*FinTech credit institutions*) si incontra anche in documenti della BCE – ad esempio, ECB (2018) –, in questo caso con riferimento ad operatori che hanno richiesto/ottenuto una autorizzazione allo svolgimento di attività bancaria.
- 4 Ahern (2018), 5, ritiene il criterio identificativo cruciale del fenomeno «*the use of an online platform to match lenders and borrowers*»

anche di "confezionamento" dei "prodotti/contratti finanziari" attraverso cui ha luogo il *funding*. Si tratta di funzioni che, per certi versi, abbinano le attività svolte dai gestori di un mercato con quelle di un intermediario finanziario che – a prescindere dalle specifiche caratteristiche assunte – agevola l'incrocio di bisogni finanziari contrapposti⁵.

Adottando questa prospettiva, per vero, qualche perplessità sorge anche con riferimento all'utilizzo – pressoché costante nella prassi – del termine *lender* con riferimento a chi fornisce il capitale necessario a soddisfare il bisogno di finanziamento. In senso tecnico, tale denominazione presupporrebbe, infatti, un rapporto diretto, di natura creditizia, fra gli utenti, rapporto che, invece, l'interposizione della piattaforma in varie modalità o anche l'intervento nell'operazione di terze parti (ad esempio, una banca in veste di *(co)originator* del finanziamento) finisce per escludere o comunque attenuare sensibilmente⁶. Non è un caso, del resto, che spesso sui siti delle piattaforme di *crowd-lending* ci si riferisca agli utenti che mettono a disposizione i fondi alla stregua di "investitori" e non di "finanziatori" e che – circostanza ancor più significativa – la proposta di regolamento UE 2018/0048 in materia di fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (cfr. § 11.2) utilizzi il termine "investitore" anche per il *crowd-lender*.⁷ Con questa consapevolezza, si è scelto, in questa sede, di utilizzare il termine di *lender* o meglio di *crowd-lender* e simmetricamente di *borrower* o *crowd-borrower*, anche in considerazione del fatto che tale terminologia è quella correntemente usata dagli organismi internazionali e, a livello europeo, dalle *authority* e dalle istituzioni (EBA 2015).

Per completare l'analisi dei numerosi modelli di *business* adottati dalle piattaforme per rispondere ai bisogni di finanziamento degli utenti, un cenno va riservato all'emersione di piattaforme di c.d. *invoice trading*. Esse risultano "specializzate" con riguardo a entrambe le famiglie degli utenti, collocandosi nell'ambito del finanziamento alle imprese e rivolgendosi per il momento esclusivamente a investitori professionali, in grado di fornire la liquidità necessaria all'acquisto di crediti commerciali su base continuativa, di norma *pro soluto* (e, quindi, con assunzione del rischio di credito da parte del cessionario), e di valutare in termini adeguati tale rischio. Spesso, a operare sulle piattaforme di *invoice trading* sono società veicolo di cartolarizzazione o fondi comuni che investono in crediti o in *note* emesse dai suddetti veicoli o da società di *factoring*. Costituendo ad oggi tali piattaforme un mercato a sé stante, nel quale imprese (specialmente *start-up* e SME) possono reperire liquidità per finanziare il circolante cedendo a terzi i propri crediti commerciali, si è scelto di lasciare le medesime al di fuori dall'analisi che sarà condotta nelle pagine seguenti, date le notevoli differenze tra la loro attività e quella

5 Ahern (2018) qualifica il gestore della piattaforma come un "*online market maker*"; Davis e Murphy (2016), lo accostano a uno *stockbroker*.

6 Nel senso, ad esempio, dell'assenza di pretese, di fonte contrattuale o legale, attivabili direttamente da parte dei *lender* nei confronti dei *borrower* in caso di inadempimento degli obblighi restitutori gravanti su questi ultimi.

7 Nella proposta di regolamento UE relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese [2018/0048 (COD)] viene definito "investitore" «ogni soggetto che, tramite una piattaforma di *crowdfunding*, concede prestiti o acquisisce valori mobiliari» (cfr. art. 3(1), lett. g).

dei *lending marketplace* (differenze che si riflettono nell'utilizzo di una denominazione del tutto diversa per riferirsi ad esse).

1.2 Sviluppo dell'analisi

Così chiarite le ragioni delle scelte terminologiche effettuate e delineato il perimetro di indagine, sembra opportuno ora descrivere in breve lo sviluppo dell'analisi che si condurrà nelle pagine seguenti.

Il Quaderno è articolato in tre parti.

Nella Parte I, oltre a questo paragrafo introduttivo, si collocano i §§ 2 e 3 di inquadramento generale del fenomeno. Nel § 2 si descriverà in termini generali la struttura portante del *marketplace lending*, ovvero la **piattaforma digitale**, mettendone in luce i tratti caratterizzanti, la sua origine nell'ambito delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (di cui Internet e le sue applicazioni costituiscono la più recente e sofisticata manifestazione) e il dibattito in corso sull'opportunità di un intervento regolatorio riferibile in generale a tale modello operativo (cioè, indipendente dallo specifico mercato in cui esso opera), oltre che rivolto in modo puntuale alle piattaforme che offrono servizi di *crowdfunding*. Nel § 3 verranno, invece, tracciate le **linee di fondo lungo le quali si svilupperà la proposta di ricostruzione giuridica** di tale nuovo fenomeno, in particolare interrogandosi sulla necessità o meno di un intervento regolatorio in materia e, se sì, di quale intensità e natura.

Obiettivo della Parte II è offrire un'analisi in chiave economica del *marketplace lending*. Nei §§ 4 e 6 si analizzeranno – tenendo distinti il mercato internazionale e quello domestico – i **principali modelli di *business*** utilizzati dai *lending marketplace* e i loro volumi di attività. Dato il ruolo centrale e caratterizzante giocato dalla **valutazione del merito creditizio** dei richiedenti nel novero dei servizi offerti dalle piattaforme ai loro utenti, il § 5 sarà volto ad una analisi *ad hoc* di tale servizio (con particolare attenzione alle modalità innovative attraverso cui viene reso).

Nella Parte III, infine, verrà svolta un'analisi in chiave giuridica della struttura e del funzionamento dei *lending marketplace*, il § 7 sarà volto, in particolare, ad esaminare l'operatività delle piattaforme rispetto alle **riserve di attività** che presidiano, per lo più a livello europeo, il settore finanziario in senso lato (raccolta del risparmio e/o erogazione del credito, prestazione di servizi di pagamento; prestazione di servizi di investimento). In questo contesto si verificherà la bontà dell'approccio adottato da alcuni Paesi – europei e non – che hanno reputato sufficienti a regolare il fenomeno le normative già esistenti, a volte previo intervento sulle medesime a livello nazionale (evidentemente nei limiti delle opzioni concesse ai singoli Stati dalle regole europee), al fine di apportare parziali adattamenti resi necessari dalle specificità del fenomeno in oggetto.

Nel § 8 si valuterà l'applicabilità ai *lending marketplace* di **altre discipline relative al settore finanziario (antiriciclaggio e usura)** come pure di normative di

più ampia portata (ad es. la tutela dei consumatori e la protezione dei dati), verificandone la congruità con l'attività esercitata dalle piattaforme.

Il § 9 conterrà, poi, un approfondimento, in chiave giuridica, del servizio di valutazione del merito creditizio che si è detto assumere importanza centrale fra quelli offerti dalle piattaforme.

Il § 10 (completato dalle tabelle in appendice) sarà volto ad esaminare alcune normative speciali di recente adottate da alcuni Stati europei per disciplinare il fenomeno del *marketplace lending* (a volte congiuntamente con l'*equity crowdfunding*); nel § 11, invece, verrà dato spazio all'esame della recente Proposta di regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

Il Quaderno si chiuderà, con il § 12, ove verrà tratta qualche conclusione in ordine all'opportunità di regolare il *marketplace lending* nel contesto di un più generale ripensamento delle attuali strategie normative e di supervisione finanziaria, reso necessario per far fronte alle opportunità e ai rischi che l'innovazione tecnologica porta con sé.

2 La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech

F. Panisi e A. Sciarrone Alibrandi

2.1 La digitalizzazione economico-sociale ed il ruolo chiave delle piattaforme

I crescenti processi di digitalizzazione delle attività umane in corso per via di Internet e delle correlate tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) senz'altro sono uno dei principali fattori alla base dei profondi mutamenti economico-sociali di questi anni. Come può intuitivamente cogliersi, tali processi permettono che l'informazione si propaghi secondo un'entità e una velocità mai sperimentate prima d'ora (Hazard et al. 2016, p. 221) e, pertanto, determinano una drastica riduzione delle asimmetrie informative e dei costi di transazione (specificamente, i costi di ricerca di potenziali controparti con cui negoziare gli scambi, i costi di redazione dei relativi contratti e i costi di coordinamento della loro esecuzione). Oltre che ad un incremento del volume degli scambi, detta riduzione di asimmetrie informative e costi di transazione spinge altresì verso una complessiva riorganizzazione delle modalità di coordinamento della produzione a favore di soluzioni di mercato (Coase 1937).

Negli anni post-crisi finanziaria globale, anche il settore finanziario è stato influenzato in modo forte dagli effetti generati dai processi di digitalizzazione. Infatti, dall'innovazione finanziaria abilitata dalle tecnologie digitali - più comunemente nota con il termine *FinTech* (CGFS - FSB 2017, p. 2) - non solo consegue una maggiore efficienza degli scambi, ma anche un ampliamento delle modalità di allocazione delle risorse secondo nuovi modelli concettualmente più prossimi al

mercato dei capitali, piuttosto che alle strutture proprie dell'intermediazione bancaria.

A ben vedere, il vero propulsore alla base di questo moto di innovazione e (ri)orientamento dei servizi finanziari consiste nel paradigma economico-tecnologico della piattaforma.

In origine diffusosi nelle scienze informatiche per identificare in modo generico la base *hardware e/o software* su cui poter eseguire applicazioni *software* (O'Connor et al. 2016, p. 3), il termine piattaforma viene oggi correntemente impiegato per descrivere ogni intermediario che si interpone tra soggetti appartenenti a due (o più) gruppi diversi, in mercati bilaterali o multilaterali (c.d. *two-sided* o *multi-sided markets*) (Tirole et al. 2003, pp. 990 – 1029). Più specificamente, la piattaforma consiste in una **infrastruttura a carattere triangolare** (Wiewiórowska-Domagalska 2017, p. 2) e può essere analogica (ad esempio, un quotidiano o un *magazine*) oppure informatico-digitale (ad esempio, un circuito di pagamento o un *social network*) (Evans 2003, pp. 194 ss.). In questo secondo caso, il termine piattaforma, con maggior dettaglio, rinvia in sintesi all'insieme delle tecnologie digitali che rendono possibile a molteplici interfacce utenti di essere costantemente connesse tra di loro e di svolgere svariate attività, tra cui anche la produzione e/o lo scambio di beni e/o servizi in una piazza di mercato virtuale (c.d. *marketplace*), secondo i meccanismi di mercato che le sono propri.

Dal punto di vista economico, le piattaforme digitali garantiscono due ordini di benefici. Il primo di questi riguarda gli utenti. Innanzitutto, essi si giovano della riduzione dei costi di transazione, ossia dei costi di ricerca di controparte, di negoziazione del contratto (soprattutto nel caso in cui ciò avvenga in modo automatizzato attraverso il c.d. *matching*) e, in base ai servizi forniti dalla piattaforma, di esecuzione del regolamento contrattuale e, in generale, di coordinamento di tutte le attività connesse alle precedenti. Inoltre, gli utenti della piattaforma beneficiano anche degli **effetti rete** (c.d. *network effects*), cioè l'incremento complessivo di utilità che l'accesso ai servizi della piattaforma da parte di uno o più utenti genera per gli altri utenti. Generalmente considerati proporzionali al quadrato del numero di utenti di una determinata rete (c.d. legge di Metcalfe), i *network effects* possono avvantaggiare sia i soggetti appartenenti al medesimo gruppo e/o lato di mercato (c.d. effetti rete diretti) sia gli utenti appartenenti ad un altro gruppo e/o lato di mercato (c.d. effetti rete indiretti), secondo intensità variabili, simmetriche o asimmetriche (Commissione Europea 2016d, pp. 4 e ss.).

Il secondo ordine di benefici interessa, invece, il gestore della piattaforma, che, in aggiunta ai ricavi da commissione per il servizio e/o i servizi resi, consegue, in qualità di *gatekeeper* della piattaforma medesima, importanti vantaggi informativi da posizionamento. Infatti, interponendosi tra i lati di mercato, il gestore beneficia della possibilità di accedere e controllare i dati relativi alle attività compiute tramite piattaforma da parte degli utenti, senza imbattersi nelle asimmetrie informative che tipicamente caratterizzano il **tradizionale modello produttivo "a catena"** e che, inevitabilmente, aumentano il costo di acquisizione dell'informazione. Pertanto, accesso, archiviazione e analisi dei dati – «*new oil of the internet*» e «*new currency of*

the digital world» (Meglena Kuneva 2009, p. 2) - possono effettuarsi senza soluzione di continuità attraverso tecnologie *hardware* e *software* sempre più efficaci ed efficienti (Srnicek 2017, pp. 40 ss.).

I vantaggi informativi conseguenti alle economie di scala e di scopo ottenute grazie alla quantità e varietà di dati raccolti non solo sono direttamente monetizzabili ma divengono anche preziosa risorsa per l'efficientamento in corso di attività dei servizi offerti. Ciò, in realtà, è fattore determinante per la crescita ed il successo della piattaforma, in particolare quando all'incremento del numero di utenti corrisponde, all'interno della medesima, un aumento delle difficoltà di ricerca di controparti con interessi complementari (c.d. *matching challenge*). Grazie a questi vantaggi informativi, il gestore può, ultimamente, aumentare il grado di fidelizzazione degli utenti verso la piattaforma e, dunque, il "traffico di rete" suo interno. I dati così prodotti rientrano nel ciclo di alimentazione informativa dei servizi offerti dalla piattaforma, divenendo, ad un tempo, garanzia per il loro futuro miglioramento (Commissione Europea 2018b, p.1).

Tuttavia, questi benefici possono considerarsi tali soltanto nel caso in cui i servizi della piattaforma vengano utilizzati da parte di un numero di utenti pari alla massa critica (c.d. *critical mass*) (Evans e Schmalensee 2010). Generalmente, superare il *benchmark* rappresentato dalla massa critica di utenza dipende da due fattori. Il primo di questi consiste nella programmazione della piattaforma in conformità ad un criterio di bilanciamento tra, da un lato, centralizzazione della gestione e specializzazione del servizio e, dall'altro, principi di decentralizzazione creativa (c.d. *dumb network, smart devices*)⁸. In particolare, questo bilanciamento è necessario affinché le necessità economico-gestionali del gestore non limitino, oltre i parametri definiti nel protocollo, la libertà degli utenti di fruire della piattaforma secondo modalità inaspettate o imprevedibili. Pertanto, esso è condizione fondamentale perché la piattaforma acquisisca (e mantenga) un sufficiente grado di attrattività nei confronti degli utenti attuali (e potenziali) (Srnicek 2017, p. 47).

Il secondo fattore consiste invece nella gestione degli effetti rete in fase di avvio della piattaforma e, comunque, fino al raggiungimento di quel coefficiente di attrattività in mancanza del quale l'utilizzo della piattaforma da parte degli utenti di un gruppo (e/o lato di mercato) non genera interesse a servirsene in potenziali utenti di altri gruppi (e/o lati di mercato) (c.d. *chicken-and-egg-problem*) (Commissione Europea 2016d, p. 4). Pertanto, nella fase di avvio, la gestione della piattaforma si caratterizza, in genere, per l'attuazione di meccanismi di sovvenzioni incrociate (c.d. *cross-subsidization*) come, ad esempio, la fornitura di servizi gratuita per un determinato periodo di tempo - oppure, addirittura, per l'offerta di un incentivo economico - attraverso cui ottenere, al contempo, sufficienti numeri di utenza e corretti equilibri di mercato (Evans 2003, p. 195; Srnicek 2017, p. 46).

8 Questi principi sono riconducibili a quanto affermato da George Gilder «*In a world of dumb terminals and telephones, networks had to be smart. But in a world of smart terminals, networks have to be dumb*»: cfr. Isenberg (1998), p. 1.

Al raggiungimento della massa critica, il più delle volte si riscontra l'avvio di una nuova fase evolutiva. Infatti, grazie ai predetti vantaggi informativi, la gestione della piattaforma tende ad orientarsi verso gradi di maggiore diversificazione dei servizi forniti, attraverso un processo di integrazione verticale (c. d. *vertical integration*) di attività e/o servizi precedentemente compiuti all'interno del *marketplace* dagli stessi utenti. Più precisamente, il gestore dà avvio alla produzione e/o allo scambio, all'interno della piattaforma, di beni e/o servizi propri, dalla cui competizione con quelli di terzi produttori e/o distributori – presenti come utenti nella piattaforma – può anche derivare la tendenza all'esclusione di questi ultimi dal *marketplace* (mettendo in atto pratiche c.d. di "*enveloping*") (Einseman et al. 2011). Benché ciò possa realizzarsi attraverso l'esplicita esclusione dalla piattaforma (c.d. *delisting*), queste pratiche di riduzione degli "spazi commerciali" si basano sull'applicazione di strutture commissionali penalizzanti per l'accesso ai servizi della piattaforma da parte di terzi produttori/distributori e sui sistemi di posizionamento sfavorevole dei medesimi nella lista-*output* della funzione di ricerca (c. d. *ranking*) utilizzata dagli utenti-consumatori (e, nel nostro caso, dagli utenti investitori) della piattaforma stessa (Bostoen 2018, p. 4).

2.2 Le "piattaforme finanziarie" e le aree di articolazione del FinTech

Nonostante le specificità che contraddistinguono ciascuna piattaforma, i caratteri generali delineati nel § 2.1 accomunano trasversalmente tutte le tipologie di piattaforma oggi esistenti nelle diverse aree della vita economica. Tra queste emergono, con una certa evidenza, le piattaforme pubblicitarie (c.d. *advertising*), i *marketplace* per l'*e-commerce* e le piattaforme predisposte per la fruizione di risorse computazionali (c.d. *cloud*). A queste piattaforme si aggiungono, poi, quelle che agevolano la digitalizzazione dei processi manifatturieri o forniscono agli utenti beni *as-a-service* (rispettivamente, le piattaforme c.d. *industrial* e *product*) e quelle che favoriscono il contatto tra utenti e determinati beni (c.d. *lean*) per la conclusione di contratti di diverso tipo (ad esempio, contratti di trasporto, locazione, ecc.) (Srnicek 2017, pp. 49 e ss.). Inoltre, gli stessi tratti possono ritrovarsi anche nelle piattaforme finanziarie che si sono venute negli anni sviluppando sempre più.

Sebbene in tale ambito le piattaforme risalgano a ben prima del *World Wide Web* (si pensi, ad esempio, a quelle per l'offerta di servizi di pagamento alternativi al contante; Evans 2003, pp. 201 ss.), i correnti processi di digitalizzazione hanno senz'altro contribuito al loro sviluppo che, di recente, ha subito un incremento esponenziale proprio per via delle piattaforme specializzate nell'offerta di servizi *FinTech*.

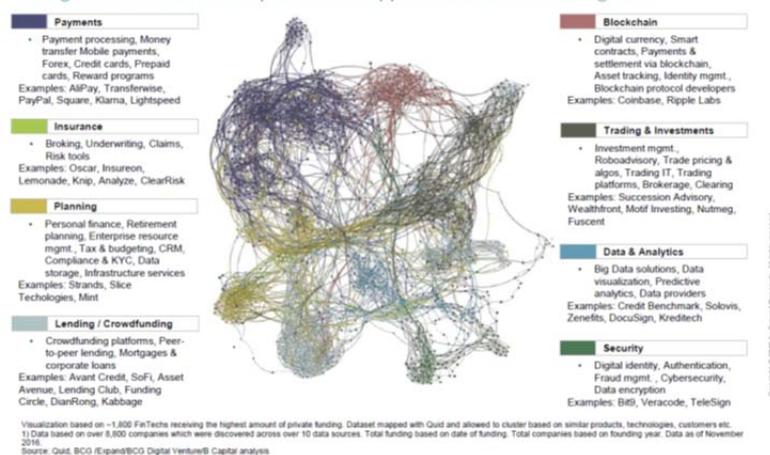
Alla base del crescente successo delle piattaforme *FinTech*, vi sono tre fattori principali – facilità di accesso, specializzazione nell'erogazione dei servizi e contenimento dei costi di ricerca e di transazione – strettamente correlati alla circostanza che tali piattaforme digitali possono operare liberamente in qualità di *over-the-top* (OTT) alle infrastrutture già esistenti e predisposte da soggetti terzi. Fra

questi ultimi, oltre alle società che tradizionalmente operano nei settori dell'informazione tecnologica (IT) e delle telecomunicazioni (c.d. società infrastrutturali) (Patuano 2015), vanno, peraltro, di recente annoverati, in forza di recenti interventi normativi di matrice europea a favore dell'innovazione finanziaria, anche gli intermediari bancari. Con l'entrata in vigore della Direttiva 2015/2366/UE, *Payment Service Directive 2 (PSD2)*, infatti, soggetti terzi autorizzati (c.d. *third party provider*) possono accedere, attraverso apposite interfacce di programmazione di applicazioni (c.d. *application programming interface* o API), anche alle infrastrutture bancarie in cui sono conservati dati relativi alla clientela, per lo sviluppo di applicazioni tecnologico-finanziarie indipendenti, secondo un modello di c.d. *open banking*.

Così, traendo vantaggio dai risparmi di spesa che derivano da questa opportunità, i gestori delle piattaforme *FinTech* possono concentrare il proprio *know-how* e impegno imprenditoriale in via principale sulla elaborazione di interfacce che abilitino soggetti pari, operanti nei due lati del mercato gestito dalla piattaforma, a usufruire in tempo reale (c.d. *real-time*) di svariati servizi finanziari offerti tramite la piattaforma medesima. Inoltre, predisponendo sistemi di autenticazione bifattoriale (o multifattoriale) e *design* estremamente intuitivi, le piattaforme *FinTech* assicurano agli utenti sia riservatezza e sicurezza dei dati sia *user experience* (UX) sufficienti a soddisfare le aspettative progressivamente maturate con il ridursi del divario digitale (c.d. *digital divide*) (CGFS - FSB 2017, p. 4).

Sulla base di queste direttrici si vengono a sviluppare servizi tecnologico-finanziari non solo oltremodo vari ma anche caratterizzati da molteplici articolazioni, interconnessioni e condizionamenti reciproci. Questi sono suggestivamente rappresentati nel seguente *cluster* (IOSCO 2017, p. 4):

The global FinTech landscape can be mapped across 8 broad categories



Fonte: IOSCO, 2017

Fra i vari e numerosi *use case* del *FinTech* riportati nel *cluster*, nel corso di questa indagine ci si soffermerà, in particolare, sulle applicazioni indicate nell'area

rubricata *Lending/Crowdfunding*, cui qui, tuttavia, ci si riferisce con la più generica espressione di *financial marketplace*.

I *financial marketplace* vengono introdotti nel panorama finanziario ben prima della Crisi Finanziaria Globale, ma acquisiscono particolare attenzione nel contesto di crisi di fiducia che si genera successivamente al fallimento della banca d'investimento statunitense *Lehman Brothers* (Arner et al. 2016, pp. 1271 – 1319). Più in particolare, i *financial marketplace* si suddividono in *investing marketplace* e *lending marketplace*. Ai primi sono riconducibili tipicamente le piattaforme di c.d. *equity-crowdfunding*, attraverso cui molteplici soggetti (la c.d. "folla" o *crowd*, per l'appunto) investono individualmente nel capitale di rischio di una società (in prevalenza di nuova costituzione). Ai *lending marketplace*, invece, appartengono le piattaforme di c.d. *lending based crowdfunding* che, ispirandosi all'adagio «*banking is necessary, banks are not*» (Nocera 1998), si presentano al mercato come nuove soluzioni tecnologico-finanziarie al problema dell'incontro tra domanda e offerta di credito, alternative (nonché più efficienti) rispetto all'intermediazione bancaria.

Poiché condizionate dai diversi fattori culturali, economici e giuridici che caratterizzano il contesto in cui si collocano, varie sono le tipologie delle piattaforme-mercato digitali per il finanziamento alle persone e alle imprese. Ciononostante, secondo un certo grado di approssimazione, è possibile ordinare queste nuove forme di interposizione fra utenti portatori di bisogni finanziari contrapposti secondo un vettore che spazia dalla piattaforma quale mero "intermediario tecnologico" che si limita a fornire un'infrastruttura digitale (c.d. *market operator*, estensivamente inteso) volta a garantire la sicurezza delle informazioni immesse e scambiate tra gli utenti al fine dell'incontro autonomo tra richiedenti di fondi (c.d. *crowd-borrower*) e investitori (c.d. *crowd-lender* o *crowd-investor*) a modelli in cui i gestori delle piattaforme disegnano e controllano la corretta applicazione di regole per la realizzazione di possibili transazioni finanziarie tra le parti del "mercato" e svolgono altri servizi ad essa propedeutici (Davis et al. 2016, pp. 37 – 44). Questi ultimi possono variare dalla sola valutazione del merito creditizio (c.d. *rating*) dei richiedenti, alla profilatura degli investitori sino all'automazione del *matching* fra le proposte degli utenti nei due lati del mercato (c.d. *auto-bid*), secondo un principio di partizione dell'investimento in grado di soddisfare le esigenze di diversità nelle preferenze rispetto al rischio dei diversi investitori.

Sulla base di ciò possono distinguersi due modelli di base di *lending marketplace*: il **modello attivo** (c.d. *active lending marketplace*), nel quale gli investitori in modo autonomo selezionano le richieste di finanziamento direttamente tra quelle elencate sulla piattaforma e sulla base delle informazioni ivi presentate, e il **modello passivo** (c.d. *passive lending marketplace*), in cui è il gestore della piattaforma ad effettuare il *matching* tra *crowd-borrower* e *crowd-lender/investor*, dopo che questi ultimi hanno scelto categoria di rischio e durata del proprio investimento (Davis et al. 2016, p. 39).

A seconda del modello prescelto, diversi sono anche i meccanismi di formazione del prezzo del credito (*rectius*, il tasso di interesse) adottati nel

marketplace. Al meccanismo d'asta (riconducibile ai paradigmi di asta competitiva o asta marginale) caratterizzante le piattaforme che appartengono al primo modello, si contrappone il meccanismo concettualmente riconducibile al "portafoglio ordini" tipico dei *passive marketplace*. A questi se ne aggiunge un terzo, presente in entrambi i casi, in cui il rendimento è calcolato sulla base del *rating* che il gestore della piattaforma assegna alla richiesta di finanziamento (Davis et al. 2016, p. 39).

La riduzione dei tassi di interesse generabile da questa struttura operativa induce, peraltro, a considerare le piattaforme *marketplace lending* anche alla stregua di una possibile via di incremento dei livelli di **inclusione finanziaria**. E ciò sia con riferimento a persone fisiche al di sotto della soglia media di accesso ai servizi bancari (c.d. *underbanked*), che tendono a soddisfare i propri bisogni finanziari attraverso forme non convenzionali (tra cui, ad esempio, i banchi dei pegni), sia a enti collettivi i cui tentativi di etero-finanziamento bancario rimangono, il più delle volte, privi di successo (Hau et al. 2018; Jagtiani e Lemieux 2017).

In questa prospettiva, i *lending marketplace* sembrano presentarsi come soluzioni tecnologico-finanziarie che costituiscono una forma di finanziamento degli individui e delle imprese alternativa rispetto al sistema bancario tradizionale. Se però, in una prima fase, la dinamica alternativa veniva letta solo in termini di una contrapposizione al sistema finanziario attuale (c.d. *disintegration*), negli ultimi anni è emersa la consapevolezza della possibilità di un rapporto di complementarietà con gli intermediari tradizionali presenti al suo interno (c.d. *fintegration*), nell'ottica di un rinnovamento dell'intera industria finanziaria provocato dall'irrompere di tecnologie digitali innovative.

Com'è ovvio, queste considerazioni sulle nuove opportunità generate dai *lending marketplace* soffrirebbero di zoppia qualora non fossero seguite da una attenta valutazione dei rischi che i medesimi introducono sia per gli utenti (investitori e soggetti finanziati) sia per il sistema finanziario: rischi che le istanze di tutela del risparmio e della stabilità del sistema impongono di prevenire o, quanto meno, di contenere. A tal fine, perciò, si rende necessario prendere in considerazione le piattaforme finanziarie (ma, come si vedrà, nel più ampio orizzonte delle piattaforme digitali in genere) – nell'ottica di valutare l'opportunità di renderle oggetto di un intervento regolatorio, eventualmente anche ripensando l'attuale, complessiva architettura di regolazione finanziaria.

2.3 Regolare le piattaforme digitali: tra prime azioni per un *new deal* dell'economia digitale e strategie regolamentari future

Così come la digitalizzazione economico-sociale, anche il crescente sviluppo di piattaforme – come sistemi integrati di funzioni "sociali", informative e transattive – pone importanti interrogativi circa la necessità di una sua regolamentazione. I tentativi di risposta offerti dalla dottrina internazionale sono tutt'altro che univoci: si rinvergono, infatti, sia voci contrarie all'intervento normativo sia opinioni a suo supporto, soprattutto se con riferimento ad alcuni profili specifici, come, ad es.,

l'(anti-)concorrenzialità o la tutela di alcune categorie di utenti (Bostoen 2018, p. 2 ss.).

Nell'ambito di tale dicotomia di pensiero, in Europa, alla luce dei primi passi che sta compiendo il legislatore, pare prevalere il secondo ordine di considerazioni. In particolare, la Commissione Europea ha di recente rivolto la propria attenzione alle piattaforme commerciali: per un verso pubblicando la Proposta di Regolamento UE 2018/0112 per promuovere equità e trasparenza per gli utenti commerciali dei servizi di intermediazione *on-line*⁹; per un altro, occupandosi anche di tale fenomeno nell'ambito della Proposta di Direttiva UE 2018/0090 per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'UE relative alla protezione dei consumatori, anch'essa da poco pubblicata¹⁰.

Entrambe le proposte contribuiscono al perseguimento degli obiettivi propri della Strategia europea per il *Digital Single Market*, cioè il progetto di adeguamento del mercato unico europeo all'economia digitale promosso per assicurare correttezza, fiducia e sicurezza alle operazioni economico-commerciali compiute *on-line*: in altri termini, affinché il *World Wide Web* non si tramuti in un «*world "wild west"*» che faccia svanire, o quanto meno, affievolire i benefici generati dalle tecnologie digitali (Kuneva 2009, p. 3).

In particolare, con la citata Proposta di Regolamento 2018/0112 la Commissione intende introdurre una disciplina specifica per i rapporti *platform-to-business* (Bodiroga-Vukobrat et al. 2018). Essa mira, cioè, a fornire una tutela agli utenti commerciali che si servono di intermediari digitali (quali *marketplace* per *e-commerce*, *store* per applicazioni *software* e *social media*) che offrono (o si propongono di offrire) servizi di ricerca e/o intermediazione *on-line* (art. 2) al fine di facilitare la conclusione di contratti con i consumatori, indipendentemente dal fatto che essa si realizzi oppure no sulla rete.

In tal modo, la Commissione intende colmare una lacuna normativa nell'attuale *framework* europeo e predisporre presidi giuridici uniformi contro comportamenti scorretti dei gestori di piattaforme, in potenziale pregiudizio per gli utenti commerciali e, indirettamente, anche per i consumatori (i quali potrebbero, ad esempio, assistere ad una riduzione di scelta di beni e/o servizi competitivi).

Più in dettaglio, la Proposta di Regolamento 2018/0112 si occupa di: trasparenza e chiarezza di condizioni e termini del servizio (art. 3) riguardanti anche (se non soprattutto) i principali parametri per la determinazione del *ranking* ed i motivi della loro relativa importanza rispetto ad altri parametri (art. 5); eventuali trattamenti differenziati in relazione agli utenti commerciali o ai loro beni e/o servizi (art. 6); l'accesso da parte degli utenti commerciali ad ogni dato (personale o non personale) che i fruitori della piattaforma rilasciano a fronte dei relativi servizi oppure che sono prodotti in seguito al loro utilizzo (art. 7).

9 Commissione Europea (2018b), (2018/0112 (COD)).

10 Commissione Europea (2018c), (2018/0090 (COD)).

Inoltre, la Proposta intende fornire agli utenti efficaci sistemi di risoluzione delle controversie, riducendo, al contempo, costi e difficoltà operative a carico degli intermediari *on-line* in ragione dell'attuale frammentazione giuridica¹¹.

In una prospettiva differente, in quanto indirizzata al lato della domanda di beni e/o servizi ed in ottica di tutela dei consumatori, ma comunque di rilievo per il discorso che si sta qui svolgendo si pone, invece, la Proposta di Direttiva 2018/0090 volta ad emendare alcune precedenti direttive di matrice consumeristica al fine di completare l'introduzione del "*New Deal for Consumers*" (in stadio avanzato di approvazione a seguito dell'accordo provvisorio tra Parlamento Europeo e Consiglio del 2 aprile 2019), incrementare la trasparenza delle relazioni professionista-consumatore e garantire, anche con specifico riferimento alle piattaforme digitali, una maggiore protezione degli interessi economici dei consumatori (Commissione Europea 2018b, p. 2) (cfr. anche § 8.2).

È interessante notare che, tra le altre misure, la Proposta suddetta introduce adempimenti informativi aggiuntivi rispetto a quelli in origine previsti dalla Direttiva 2011/83/EU sui diritti dei consumatori. In particolare, gli intermediari *on-line* devono informare i consumatori circa: (a) i principali parametri per la determinazione del *ranking* delle differenti offerte; (b) la circostanza che il contratto risulti concluso con un professionista o un consumatore; (c) la conseguente applicabilità o meno delle discipline consumeristiche; (d) l'identificazione del professionista (il terzo oppure l'intermediario *on-line*) responsabile della garanzia dei diritti del consumatore correlati al contratto (art. 2 (4)).

Inoltre, accogliendo il principio *data-as-a-currency*, la Proposta estende l'ambito di applicazione della Direttiva 2011/83/EU anche alle fattispecie in cui i consumatori usufruiscano di servizi digitali non verso compenso monetario ma, piuttosto, verso il rilascio di dati personali (come accade, ad esempio, con riferimento ai servizi di archiviazione *cloud*, di *social media* e di *account e-mail*), attribuendo loro il diritto di recesso dal contratto nei quattordici giorni che decorrono dalla sua conclusione (art. 2 (1) (d)).

Un'altra Direttiva interessata dalla Proposta in discorso è la 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori, con riguardo alla quale si viene a introdurre un regime di differenziazione dei risultati delle ricerche, tale da consentire ai consumatori di sapere quali tra di essi sono basati solo sulla pertinenza alle loro richieste. In particolare, la Proposta prevede che le piattaforme *on-line* indichino i risultati di ricerca rispetto ai quali l'inclusione nella lista dei risultati e/o il *ranking* siano stati condizionati dal versamento di un compenso a favore del gestore della piattaforma (c.d., rispettivamente, *paid inclusion* e *paid placement*) (art. 1 (6)).

11 Con riguardo alle misure per l'efficace risoluzione delle controversie, la proposta impone ai predetti intermediari *on-line* di dotarsi di sistemi interni di gestione dei reclami (art. 9), nonché di identificare mediatori indipendenti e qualificati (art. 10). Infine, in aggiunta all'invito rivolto ai soggetti interessati ad avvalersi di soluzioni di mediazione stragiudiziale (art. 11), la Proposta precisa che ad ogni organizzazione, associazione o ente pubblico, avente legittimo interesse a rappresentare in giudizio gli utenti, spetta il diritto di azione di fronte alle corti nazionali nell'Unione Europea (art. 12).

In sintesi, entrambe le Proposte cui ci si è appena riferiti innalzano, sia pure da differenti angolature, il livello di attenzione sul profilo della trasparenza da assicurare agli utenti delle piattaforme non solo su termini e condizioni dei servizi offerti ma anche, e soprattutto, sui parametri di determinazione del *ranking* e, più in generale, dei risultati generati dal motore di ricerca (che costituisce il perno su cui le piattaforme commerciali si incardinano).

Oltre alle piattaforme commerciali, anche i *financial marketplace* hanno di recente suscitato interesse nei legislatori nazionali del continente europeo al fine di ampliare lo spettro dei canali di finanziamento per l'economia. Come si è già accennato nel § 2.1. (e più in dettaglio si vedrà nel § 10), molti legislatori dei paesi UE hanno provveduto, infatti, a regolare la materia attraverso interventi normativi *ad hoc*, soprattutto con specifico riguardo all'attività di *equity* e *lending marketplace* (Macchiavello 2017a; Ziegler et al. 2018, p. 51).

In aggiunta a ciò, pubblicando di recente la **Proposta di Regolamento n. 2018/0048 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese**¹², anche la Commissione Europea ha mostrato il proprio favore verso la regolazione di tali piattaforme *FinTech* al fine di determinare un quadro giuridico armonizzato.

L'appena menzionata Proposta di Regolamento "*Crowdfunding*", oltre a essere parte della strategia avviata dalla Commissione Europea con il *FinTech Action Plan* lanciato l'8 marzo 2018, risulta anche strettamente correlata all'*Action Plan on Building a Capital Markets Union* che dettaglia le iniziative per un piano di riforme del sistema finanziario teso a favorire un maggior grado di integrazione finanziaria tra i mercati dei capitali domestici dei paesi UE e, a fronte di un aumento complessivo della liquidità, un ampliamento delle fonti di finanziamento per le small and medium enterprise (SME) che intendano diversificare la propria struttura finanziaria, con effetti di riduzione del costo del capitale e un incremento delle opportunità di investimento per gli investitori al dettaglio (c.d. *retail investor*) (Commissione Europea 2015).

Precisamente quest'ultimo obiettivo è espressamente considerato dalla Proposta di Regolamento 2018/0048 che intende introdurre una disciplina uniforme per le sole piattaforme volte al finanziamento delle SME europee cui le medesime possono accedere per raccogliere capitale (di rischio e/o di debito) con modalità alternative rispetto alle tradizionali forme di intermediazione e, in via segnata, rispetto all'intermediazione bancaria. Prendendo atto delle potenzialità insite nelle tecnologie digitali in punto di agevolazione degli investimenti, la Proposta di Regolamento contiene, infatti, una serie di disposizioni indirizzate alle piattaforme che forniscono servizi di facilitazione dell'incontro tra gli interessi di soggetti in *deficit* e in *surplus* attraverso la concessione di prestiti e/o il collocamento senza garanzia di valori mobiliari e nella ricezione e trasmissione di ordini riguardanti quei valori mobiliari (art. 3 (1) (a)).

12 Commissione Europea (2018c), (2018/0048 (COD)).

Ad un'analisi dettagliata della Proposta di Regolamento 2018/0048 sarà dedicato il § 11.

Alla luce della breve sintesi sin qui condotta dei principali contenuti delle recenti proposte della Commissione in tema di intermediari *on-line*, protezione dei consumatori e servizi di *crowdfunding*, ne emerge un quadro normativo ancora in corso di definizione¹³. Pertanto, un giudizio completo sull'azione intrapresa a livello europeo riguardo alle piattaforme è prematuro e, nella sua dimensione generale, esula dal perimetro di questo Quaderno.

Già da come vengono a delinearci gli appena richiamati interventi normativi oggi *in itinere*, emerge però un interrogativo su cui sembra opportuno soffermarsi brevemente. In particolare, occorre chiedersi se l'approccio normativo adottato in questa materia dal legislatore europeo possa considerarsi appropriato, oppure se, di fronte ai mutamenti economico-finanziari che i processi di digitalizzazione hanno avviato, esso necessiti di essere rinnovato.

Allo stato attuale, questo tipo di riflessione assume particolare rilievo in considerazione del fatto che uno dei maggiori mutamenti in atto per via dei suddetti processi di digitalizzazione delle relazioni economiche e sociali consiste nella convergenza di settori economici storicamente eterogenei e, pertanto, per tradizione destinatari di discipline giuridiche differenti nonché ispirate a principi di specializzazione settoriale. La presa d'atto di questa dissoluzione di confini è innegabile e si può scorgere nelle sempre più frequenti dichiarazioni che, anche a livello europeo, spingono verso il superamento di una impostazione "per silos" della politica legislativa, a favore di interventi normativi connotati da maggiore trasversalità (Parlamento Europeo 2017, p. 17).

Ciò detto, tuttavia, da una prima ricognizione delle tre recenti proposte della Commissione si trae l'impressione che l'attività legislativa di matrice europea sconti ancora, purtroppo, molto dell'impostazione "per silos" e, ultimamente, di carattere settoriale.

Nonostante infatti la piattaforma digitale possa senz'altro ritenersi oggi il modello economico-operativo chiave per l'erogazione di qualunque servizio *on-line* e, in quanto tale, ponga al regolatore alcune questioni di carattere assolutamente trasversale, la Proposta di Regolamento per promuovere equità e trasparenza per gli utenti commerciali e la Proposta di Direttiva intendono disciplinare soltanto i rapporti tra soggetti che agiscono nel settore tradizionalmente qualificato come commerciale, mentre la Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* intende regolare soltanto un tipo di servizi fra quelli riconducibili al settore finanziario.

E in questa prospettiva, merita rilevarsi che, al di là di una apparente più immediata praticabilità, una strategia regolatoria di tal sorta porta con sé il rischio

¹³ A tal riguardo, infatti, il Parlamento Europeo ha recentemente pubblicato una relazione sulla Proposta di Regolamento 2018/0112 – v. Parlamento europeo (2018) – e un'altra sulla Proposta di Regolamento 2018/0048 – Parlamento europeo (2018b) –, precisando le sue proposte di emendamento ai rispettivi testi normativi.

che l'intero sistema giuridico dell'UE rimanga caratterizzato sia da una marcata rigidità (diametralmente opposta alla "liquidità" e flessibilità proprie di un'economia digitalizzata), sia da un'eccessiva frammentazione normativa di carattere "verticale", che, al pari di quella inevitabilmente dovuta alla compresenza di più ordinamenti giuridici nazionali, non consente il superamento (anzi, al contrario, tende all'incremento) di complessità e costi.

Sulla base delle considerazioni appena svolte, viene da chiedersi dunque se non sia più opportuno, a livello europeo, disegnare una regolazione delle piattaforme digitali che risponda a un **criterio funzionalistico**: una regolazione, cioè, basata sull'elaborazione di una disciplina generale che, **infra-settorialmente**, provveda a disciplinare i rapporti tra utenti e piattaforma, a prescindere dal fatto che quest'ultima operi in ambito commerciale o finanziario. Ciò consentirebbe – specie se si trattasse di una regolamentazione per principi (c.d. *standards*) – di predisporre una sorta di "piattaforma regolamentare" (c.d. *regulation-as-a-platform*) comune a tutti i *marketplace* digitali in grado di assicurare flessibilità normativa, sulla cui base il legislatore europeo potrebbe intervenire in ambiti di mercato specifici, laddove ciò risulti necessario e secondo il grado di intensità ogni volta richiesto.

La fase di redazione di tali ulteriori *set* di regole di carattere analitico (c.d. *rules*) potrebbe, inoltre, essere supportata in modo efficace dalle nuove strategie regolamentari sviluppatesi a fronte dei processi di digitalizzazione. Tra queste strategie, in particolare in ambito finanziario, si segnala il c.d. *regulatory sandbox*, ossia una cornice regolamentare in cui le imprese di servizi finanziari possono testare prodotti, servizi, modelli di *business* e sistemi di distribuzione di prodotti innovativi, senza incorrere nelle conseguenze giuridiche che il compimento delle attività in questione, di regola, implica (FCA 2015, p. 2)¹⁴. Infatti, in seguito all'autorizzazione ad operare all'interno del *regulatory sandbox* (c.d. *play in the sandbox*), gli innovatori possono sviluppare il proprio progetto esenti dal rischio sanzionatorio per non conformità alle regole proprie di settore. A fronte della libertà operativa acquisita con l'ingresso nel *regulatory sandbox*, le imprese di servizi finanziari sono però tenute al rispetto degli interventi correttivi che, in corso di sviluppo del progetto, i regolatori dovessero indicare a tutela di investitori e futuri fruitori dei servizi oppure della stabilità finanziaria, pena la revoca dell'autorizzazione e l'esclusione dal *regulatory sandbox* (Zetsche et al. 2017, p. 13).

Grazie a questa strategia normativa, il regolatore europeo potrebbe giovare di un ulteriore strumento di "istruttoria legislativa", i cui benefici si rivelano tanto più importanti quanto più tecnologicamente complessi sono i servizi finanziari che intendono erogarsi. Infatti, il *regulatory sandbox* offre al regolatore l'opportunità di un confronto diretto e continuo con le imprese *FinTech*, attraverso cui poter valutare proattivamente benefici e rischi dell'innovazione tecnologico-finanziaria prima che le sue concrete applicazioni vengano implementate all'interno del mercato (Zetsche et al. 2017, pp. 38 ss.). Acquisendo, così, costante e maggiore consapevolezza

14 In materia di *regulatory sandbox* si segnala il recente *Report* del Joint Committee delle ESAs: ESAs Joint Committee (2019).

tecnologica, il regolatore potrebbe non solo meglio ponderare il grado ottimale di apertura all'innovazione finanziaria, ma anche elaborare soluzioni giuridiche che in modo efficace contemperino le istanze di innovazione-finanziaria con i principi di tutela del risparmio (Fenwick et al. 2017, p. 592).

3 L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai *lending marketplace*. Linee di fondo

E. Macchiavello e A. Sciarrone Alibrandi

3.1 *Il lending marketplace* in prospettiva regolatoria: disintermediazione o nuova forma di intermediazione?

Come si è accennato sopra e meglio si approfondirà nelle pagine seguenti, le numerose piattaforme di *marketplace lending* attive a livello internazionale e domestico ambiscono – attraverso tecnologie abilitanti e strumenti innovativi (quali, oltre al concetto stesso di piattaforma digitale, l'utilizzo di numerosi set di dati, personali e non, fra cui dati *soft* ricavabili dai *social network*, e l'elaborazione di decisioni algoritmiche sulla base dei medesimi dati) – a consentire il soddisfacimento dei bisogni finanziari di soggetti in *deficit* e di soggetti in *surplus* con modalità *alternative* e differenti rispetto a quelle proprie degli intermediari finanziari tradizionali.

Nella fase del loro esordio, le piattaforme in discorso sono state viste come innovative forme di *disintermediazione* (*marketplace* in senso stretto) e, in questa prospettiva, è stata ritenuta possibile una loro radicale sottrazione al *framework* regolatorio del settore finanziario a partire dalle discipline in materia di riserve di attività applicabili agli intermediari autorizzati. Come è noto, si tratta di regimi e di regole variamente disegnati in ragione della distinta funzione svolta dalle numerose tipologie di intermediari (ivi compresi quelli che gestiscono i mercati) attivi nei settori della raccolta del risparmio, dell'erogazione del credito e della prestazione di servizi di investimento, ma sempre volti a assicurare stabilità del sistema, tutela degli investitori e del risparmio nonché a ridurre asimmetrie informative, azzardo morale e selezione avversa (Akerlof 1970; Tomboc 2013).

Il tipo di intermediazione svolta dalle banche (nello svolgimento dell'attività di raccolta del risparmio e creditizia) e dalle imprese di investimento è, infatti, assai diverso e tale differenza si ripercuote in modo significativo sulle scelte regolatorie di fondo che sono state compiute rispetto alle suddette due tipologie di intermediari. La banca, raccogliendo il denaro presso il pubblico in forma di fondi rimborsabili ed erogando finanziamenti a soggetti dalla medesima selezionati, svolge un ruolo di "intermediazione forte" assumendo direttamente su di sé il rischio di credito, oltre che di trasformazione delle scadenze e creazione di liquidità. Inoltre, raccogliendo in maniera professionale e specializzata informazioni sui richiedenti e sul loro merito creditizio, rende contenibili sia il problema di asimmetria informativa in capo a chi ha disponibilità di denaro sia i costi transattivi (Benston e Smith 1976; Santomero 1984, pp. 576-79; Bhattacharya e Takor 1993; Onado 2000, pp. 28 ss., 209 ss., 352; Perrone 2006). A fronte di questa funzione, e anche al fine di mantenere la stabilità del sistema e la fiducia nel

medesimo, si spiega l'esigenza di imporre requisiti prudenziali (cioè, di fondi propri) e di contenimento dei rischi (cfr. *infra* § 7.1).

L'impresa di investimento, invece, tendenzialmente non si fa carico del rischio di investimento, per cui l'azzardo morale, le asimmetrie informative e la selezione avversa si spostano dal rapporto tra investitore ed emittente a quello tra investitore ed intermediario, ritornando in gioco nella forma di *agency cost* e, quindi, di potenziali conflitti di interesse tra intermediario (più informato e specializzato) ed investitore (Costi e Enriques 2004, pp. 2 ss.; Perrone 2006, pp. 373-374; Sartori 2004; Paces 2000, pp. 481-482). Stante tale diversa funzione, agli intermediari d'investimento vengono imposti obblighi prudenziali (anche a causa del rilievo sistemico assunto) e organizzativi, ma soprattutto rilevanti obblighi di condotta, fra cui spicca quello di agire nel miglior interesse del cliente e vari obblighi di protezione specie nei confronti degli investitori meno esperti¹⁵.

Una configurazione delle piattaforme in termini di totale disintermediazione – ovvero alla stregua di contesti che si limitano a rendere possibile la messa in contatto *one-to-one* (senza assunzione di rischio o di garanzie sulla restituzione del denaro, né sul ritorno economico) di *crowd-borrower* e *crowd-investor*, interessati a concludere direttamente tra loro un contratto di finanziamento, condurrebbe effettivamente alla loro sottrazione a tale *set* disciplinare.

La semplice messa in contatto tra loro di soggetti privati per la stipula di contratti di finanziamento non costituirebbe, infatti, di per sé attività riservata (ma, piuttosto, mediazione ex art. 1754 c.c. o mandato ex art. 1703 c.c.). Se si esclude, infatti, che le piattaforme eroghino direttamente prestiti a proprio rischio, non vi sarebbe alcuna interferenza con la riserva dell'attività bancaria o di erogazione dei finanziamenti; inoltre, intermediando prestiti tra privati (e non tra privati e prestatori professionali) le piattaforme non svolgerebbero neppure attività di mediazione creditizia (cfr. § 7.2); qualora poi ricorressero ad un istituto di pagamento per i trasferimenti di denaro fra gli utenti, esse non violerebbero neppure la riserva sulla prestazione di servizi di pagamento e sulla raccolta del risparmio presso il pubblico con obbligo di rimborso (su tutti questi aspetti, cfr. §§ 7.1 ss.).

Tuttavia, si può anticipare sin d'ora che una tale configurazione non appare corrispondente alla realtà. Come puntualmente si vedrà, infatti, dalla descrizione della struttura e del funzionamento delle piattaforme che verrà svolta nella Parte II del Quaderno, tutte le piattaforme oggi attive e operanti nel nostro paese offrono – sia pure in diversa quantità e intensità – servizi agli utenti di varia natura attinenti alla predisposizione di un luogo di incontro di domanda e di offerta in una logica di mercato. Più precisamente, **le piattaforme svolgono, in modo organizzato, seriale e standardizzato** (attraverso la stipula di contratti dalle medesime predisposti anche se, sotto il profilo formale, stipulati in via diretta tra gli utenti) **un'attività di mercato che consente a chi è in *surplus* di impiegare denaro in vista di un rendimento e a chi è in *deficit* di approvvigionarsi in cambio di una remunerazione**. Vi sono, in particolare, alcune tipologie di servizi resi in modo ricorrente dai *lending marketplace* (e che costituiscono oggetto di distinti contratti, questi ultimi stipulati tra la piattaforma e gli utenti) la cui sussistenza conferma che le relazioni intercorrenti –

15 L'investitore fa naturale affidamento sulle competenze e correttezza dell'intermediario (confidando nell'effetto reputazionale) non avendo spesso il tempo e le abilità per formarsi altrimenti un'opinione compiuta sull'investimento: Paces (2000), pp. 484 ss.; Chiu (2007); Burke (2009), pp. 6 ss.; Purpura (2013).

per il tramite della piattaforma - tra i soggetti in *surplus* e i soggetti in *deficit* non hanno molto a che spartire con le tradizionali dinamiche creditizie e sono invece più prossime alle dinamiche tipiche dei mercati. Ci si riferisce, innanzitutto, alla **valutazione del merito creditizio** compiuta dalla piattaforma (direttamente o indirettamente mediante operatori terzi) - sulla base di algoritmi proprietari basati su *set* di dati costituiti da informazioni fornite da richiedenti e/o provenienti dal mondo dei *big data* - allo scopo di attribuire ai richiedenti medesimi una classe di rischio sulla cui base (a volte esclusiva) i soggetti in *surplus* orienteranno le proprie scelte di impiego di denaro (una sorta di *quality assessment* del prodotto) (cfr. §§ 4.1.8, 5, 6.10 e 9). Vi è poi da considerare la presenza costante di numerosi servizi resi dalla piattaforma in fase di esecuzione dei contratti tra gli utenti che mostrano l'assenza di una relazione diretta tra prestatori e prenditori: è, infatti, la piattaforma (anche in questo caso in via diretta o indiretta) a **gestire i rapporti contrattuali** tra *crowd-investor* e *crowd-borrower* e quindi a gestire i flussi di denaro fra le controparti, nonché a occuparsi della riscossione delle rate e della eventuale gestione di solleciti di pagamento e azioni di recupero del credito (in un'ottica di *principal-agent relationship*).

Se l'ipotesi della sottrazione in radice delle piattaforme alle regole che presidiano il settore finanziario non risulta convincente già in ragione dell'intrinseca attinenza della loro operatività al soddisfacimento di bisogni finanziari in una logica di mercato (tenendo peraltro a mente che anche i gestori dei mercati mobiliari sono, nel quadro vigente, soggetti regolati in quanto prestano "servizi di mercato"), la medesima ipotesi appare ancora meno sostenibile con riguardo alle numerose piattaforme che, nell'ambito di un panorama assai eterogeneo e in continuo mutamento quanto ad attività svolte e *business model* utilizzati, offrono servizi ulteriori che avvicinano sensibilmente la loro operatività a quella degli intermediari tradizionali.

Basti pensare al fatto che di frequente oggi *lending marketplace* forniscono una serie di servizi (potenzialmente non così distanti dal *financial advice* o gestione individuale di portafogli) connessi al *matching* delle domande, suddivise in differenti categorie di rischio, con le offerte di impiego di fondi (cfr. §§ 4.1.6; 6.7; 7.4). Molti fra i modelli esaminati implicano, infatti, l'utilizzo di **sistemi automatici di diversificazione** (c.d. "*auto-bid*"), per cui la somma messa a disposizione dal *crowd-investor* viene suddivisa in piccole quote allocate tra le numerose richieste in base ad algoritmi che tengono generalmente conto degli obiettivi di rendimento e della propensione al rischio del prestatore, della categoria di rischio del richiedente ed eventualmente di altri fattori (quali durata, tasso di interesse, settore di attività)¹⁶. In questa prospettiva si potrebbe giungere anche a configurare l'offerta di servizi di *account management financial services* in forza dei quali sono le piattaforme a occuparsi direttamente dell'impiego del denaro degli utenti sia in fase iniziale sia man mano che i crediti vengono a scadenza.

16 Sui prevalenti modelli in Europa, cfr. § 4.1 e EBA (2015b), pp. 9-10.

Alcune piattaforme si spingono anche oltre, fornendo attività di *business support* ai richiedenti o addirittura *co-lending* o garanzia della restituzione del capitale investito o di un certo ritorno economico (cfr. §§ 4.1.2; 6; 7.2).

In altri casi, infine, allo scopo di rendere più facilmente negoziabile la posizione di cui è titolare il soggetto in *surplus* si assiste, da parte delle piattaforme, alla predisposizione di mercati secondari (o strutture assimilabili) oppure – ma il fenomeno non risulta ad oggi diffuso in Italia – all'emissione di titoli nell'ambito di un'operazione di cartolarizzazione di crediti ("*notary model*", cfr. nella medesima collana Quaderni FinTech, Schena et. al. 2018, pp. 29 ss.).

Merita, peraltro, precisare che l'offerta agli utenti del novero dei servizi che si sono sin qui descritti è comune sia alle piattaforme c.d. *business-based* sia a quelle c.d. *consumer-based* (in quest'ultime è però prevalente, al contrario delle prime, il modello di *auto-bid* o asta e la presenza di mercati secondari: cfr. §§ 6.7 e 6.9). Tale suddivisione è assai diffusa nel contesto del *marketplace lending* e si basa sulle caratteristiche soggettive dei richiedenti il finanziamento. Seguendo tale criterio, si è soliti distinguere fra piattaforme che indirizzano le risorse raccolte alle sole persone fisiche (*consumer lending*) e piattaforme che consentono di soddisfare le esigenze di finanziamento delle imprese (*business lending*). In entrambi i casi, tuttavia, a prevalere sulla pura dimensione creditizia *peer to peer* è la logica di una serie di servizi resi direttamente dalla piattaforma, in modo professionale e organizzato, per soddisfare l'esigenza di finanziamento dei *crowd-borrower* (con le specificità rese necessarie dall'essere il soggetto finanziato un consumatore, oppure un imprenditore o una società) e l'esigenza di "investimento" dei *crowd-investor*, che, in entrambe le varianti di piattaforma, può dirsi nella sostanza identica. Tuttavia, come si vedrà, mentre risulta abbastanza naturale accostare i *crowd-loan* destinati alle imprese – specialmente se a condizioni standardizzate stabilite dalla piattaforma o dall'impresa – all'emissione di titoli di debito (salvo per il taglio contenuto e non standardizzato e, si è detto, l'assenza al momento di mercati secondari e quindi di negoziabilità), un tale accostamento non tiene nell'ipotesi di *crowd-loan* erogati a favore di consumatori. Anche in questo caso, ad ogni modo, il meccanismo di *auto-bid* finisce per far assumere alla piattaforma il ruolo di *manufacturer* di asset costituiti da portafogli di crediti offerti ai *crowd-investor*. Le due tipologie di piattaforme risultano, perciò, entrambe innovative rispetto alla struttura tradizionale del mercato dei capitali sia pure in modo non coincidente: quelle *business-based* per la creazione di forme di capitale di debito per le imprese slegate dalle tradizionali regole in materia di obbligazioni e titoli di debito e almeno in potenza liquide (ma dipenderà dallo sviluppo futuro del mercato in quanto a sistemi di rimborso anticipato e scambi); quelle *consumer-based*, per la creazione di una forma di intermediazione nuova per il settore del credito e di una nuova *asset class* nel settore degli investimenti (cfr. su questi temi, §§ 7.4 e 12).

A fronte di una così articolata operatività, le piattaforme sembrano assumere le sembianze di nuovi intermediari più che di contesti di piena ed effettiva disintermediazione (cfr. Schena et al. 2018). La variabilità dei modelli e la continua evoluzione degli stessi rende, peraltro, particolarmente complesso il lavoro di

inquadramento giuridico delle piattaforme di *marketplace lending* nella prospettiva di selezionare la disciplina regolatoria (d'impresa e contratto) più adeguata alla loro natura. In particolare, la ricostruzione del fenomeno si mostra come passaggio preliminare alla valutazione della ipotetica fondatezza di un trattamento normativo differenziato rispetto a quello cui sono soggetti quegli *incumbent* che dovessero svolgere il medesimo tipo di attività e che, come noto, sono sottoposti a pervasiva regolazione.

3.2 Cenni comparatistici sui diversi approcci regolamentari al *marketplace lending*

Chiamati a confrontarsi con un fenomeno del tutto nuovo, legislatori e autorità di vigilanza si sono trovati, nei numerosi paesi nei quali operano le piattaforme di *marketplace lending*, di fronte a una pluralità di opzioni regolatorie e gli atteggiamenti tenuti sono stati diversi.

Volendo tentare una schematizzazione, sono due gli approcci di fondo ad oggi riscontrabili nei confronti del *marketplace lending*:

- a) vi sono Paesi che hanno reputato sufficienti a regolare il fenomeno le **normative già esistenti** (in particolare quelle, di provenienza europea, che stabiliscono riserve di attività nell'ambito del settore finanziario in senso lato), a volte previo intervento sulle medesime a livello nazionale (evidentemente nei limiti delle opzioni concesse ai singoli Stati dalle regole europee) al fine di apportare parziali adattamenti resi necessari dalle specificità del fenomeno in oggetto (§ 7.1 ss.);
- b) altri Paesi, invece, (e di recente sempre più di frequente) hanno ritenuto opportuno adottare **normative *ad hoc*** per il *crowdfunding* (spesso sia per il *lending-based crowdfunding* che per l'*investment-based crowdfunding*: v. § 10).

Disomogeneità sussistono, peraltro, anche all'interno di ciascuno di questi approcci.

In particolare, come si analizzerà più in dettaglio nella Parte III del Quaderno, nell'ambito del primo approccio alcuni ordinamenti hanno ricondotto l'operatività delle piattaforme nell'alveo dell'attività di **raccolta del risparmio/erogazione del credito e/o di prestazione di servizi di pagamento** andandosi a confrontare con le relative discipline; altri ordinamenti, invece, hanno qualificato alcune forme di finanziamenti *online* alla stregua di prodotti/strumenti finanziari orientandosi quindi verso la **disciplina del prospetto e quella della prestazione dei servizi di investimento**. Data l'eterogeneità dei servizi resi dalle piattaforme non mancano, peraltro, ordinamenti che assumono come termini di confronto non una sola bensì una pluralità di discipline già esistenti.

Analoga frammentarietà si riscontra, d'altro canto, fra le normative nazionali rivolte in modo specifico al *marketplace lending*; normative che, pur presentando numerosi punti in comune, contengono tuttavia soluzioni in parte differenti a seconda che l'operatività delle piattaforme venga considerata estranea

alle attività tradizionalmente riservate o, al contrario, prossima a queste ultime e rispondente, a seconda dei casi, a logiche e funzioni dell'attività creditizia piuttosto che della prestazione di servizi di investimento (cfr. *infra* §§7.2 ss.; 10 e le tabelle comparative dei regimi speciali in appendice)¹⁷.

L'operazione di inquadramento giuridico del *marketplace lending* è resa poi ulteriormente complessa dall'eventualità – di recente prospettata da alcune autorità di vigilanza – di rinvenire violazioni di riserve legali di attività non tanto da parte dei gestori delle piattaforme, quanto direttamente da parte dei *crowd-borrower* (v. *infra* § 7.1).

Di fronte a un quadro normativo così discontinuo ed eterogeneo, che senza dubbio costituisce un freno alla crescita dell'operatività (quantomeno *cross-border*) delle piattaforme e dunque limita lo sviluppo di un mercato unico, è stata anche formulata – lo si è già accennato – una **Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding*** per le imprese (n. 2018/0048; Commissione Europea 2018d), volta a predisporre una disciplina uniforme per le piattaforme cui le imprese europee possono accedere per raccogliere capitale (di rischio e/o di debito) diverso dal credito bancario (su tale proposta si ritornerà per una valutazione più approfondita *infra*, § 11)¹⁸.

3.3 Lo stato dell'arte in Italia

Anche l'Italia, come molti altri Paesi, ha visto, in questi anni, nascere ed operare nel territorio nazionale *marketplace* digitali attivi nel settore del *marketplace lending* e si è quindi trovata a dover affrontare "sul campo" il problema dell'inquadramento giuridico da dare agli stessi e della scelta sul se e sul come regolarli.

Allo stato attuale, nel nostro paese non è rinvenibile una disciplina organica del *marketplace lending* (al contrario di quanto accade per l'*equity-based crowdfunding*)¹⁹. Neppure può dirsi, però, che il fenomeno sia completamente ignorato a livello normativo: negli ultimi anni, infatti, prima la normativa secondaria

17 Per un'analisi comparatistica delle soluzioni adottate nei diversi paesi, cfr. Macchiavello (2015a); Macchiavello (2015b); Macchiavello (2017); Gajda et al. (2014); CrowdfundingHub (2015); Commissione Europea (2016b); Hooghiemstra e De Buysere (2016), pp. 135 ss.

18 Nella fase iniziale di sviluppo del *FinTech* la Commissione Europea non aveva ritenuto necessario proporre una regolamentazione *ad hoc* a livello europeo, in considerazione della dimensione limitata degli operatori e della innovatività del fenomeno (cfr. Commissione Europea 2014). Nel 2015, l'EBA, invece, si è espressa a favore di un'armonizzazione della normativa a livello europeo, ritenuta auspicabile per evitare arbitraggi regolamentari, assicurare equa concorrenza, accrescere la fiducia nell'innovazione finanziaria, contribuire allo sviluppo del mercato unico. L'evoluzione del fenomeno ha indotto poi la Commissione Europea ad effettuare, nel corso del 2017, una consultazione pubblica sul *FinTech*, i cui esiti hanno portato all'adozione del *FinTech Action Plan* nel marzo 2018 (Commissione Europea 2018a). Si veda più nel dettaglio § 11.1.

19 La legge n. 145 del 30 dicembre 2018 ha autorizzato i gestori di portali di *equity-based crowdfunding* ad offrire anche obbligazioni e strumenti finanziari di debito di PMI purché le offerte siano riservate ad investitori professionali ed altre categorie individuati dalla Consob ed effettuate attraverso una sezione separata del portale: cfr. artt. 1, comma 5-*novies*, e 100-*ter*, comma 1-*ter*, t.u.f. Per l'esame della relativa disciplina si rinvia al Quaderno FinTech Consob in materia di prossima uscita.

– segnatamente, le Disposizioni della Banca d'Italia in materia di raccolta non bancaria del risparmio adottate nel novembre 2016 (Banca d'Italia, 2016) – e poi più di recente quella primaria – nell'ambito della Legge di bilancio 2018 e del recentissimo decreto-legge 30 aprile 2019, n. 34 (c.d. "Decreto Crescita"), convertito nella legge 28 giugno 2019, n. 58 – hanno fatto affiorare qualche frammento regolatorio che, assieme ai consolidati set di regole che presidiano l'esercizio di attività riservate quantomeno "limitrofe" al fenomeno qui in esame, vanno a costituire oggi i necessari termini di riferimento per un tentativo di inquadramento giuridico del *marketplace lending*.

Rinviando al § 7 per un'analisi più dettagliata delle summenzionate Disposizioni della Banca d'Italia in materia di raccolta non bancaria del risparmio (Banca d'Italia 2016), è qui sufficiente rilevare come nel nostro ordinamento il primo approccio regolatorio al *marketplace lending* sia stato quello volto a verificare la sua compatibilità con «le norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti (ad esempio, attività bancaria, raccolta del risparmio presso il pubblico, concessione di credito nei confronti del pubblico, mediazione creditizia, prestazione dei servizi di pagamento)», ricordando al contempo che «i gestori delle piattaforme non violerebbero la riserva che copre la raccolta di risparmio con obbligo del rimborso presso il pubblico qualora adottassero la forma di istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o di intermediari ex art. 106 t.u.b. autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento» (*ibidem*)²⁰.

Per quanto concerne, invece, la legge di bilancio 2018 (art. 1, comma 43, legge del 27 dicembre 2017, n. 205), essa ha da poco introdotto un'agevolazione fiscale per i prestiti effettuati attraverso piattaforme di *peer-to-peer lending*²¹, nei soli casi in cui queste ultime siano gestite da intermediari finanziari ex art. 106 t.u.b. o da istituti di pagamento. Per tale via, il legislatore risulta aver assecondato, anche se a soli fini fiscali, la scelta suggerita dalla Banca d'Italia nelle appena richiamate Disposizioni quanto alla veste giuridica da far assumere ai gestori delle piattaforme, allineandosi peraltro anche a quelle che appaiono le due forme giuridiche nella prassi più utilizzate dalle piattaforme operanti in Italia, presumibilmente anche a seguito delle consultazioni preliminari e confronto con la Banca d'Italia in sede autorizzativa (cfr. *infra* §§ 7.1 ss.).

Sotto questo profilo, può anticiparsi sin d'ora, peraltro, che la scelta di indicare come in linea teorica alternative – a prescindere cioè dai connotati operativi concreti della singola piattaforma – la qualificazione come istituto di pagamento piuttosto che come intermediario finanziario di cui al Titolo V t.u.b. solleva qualche perplessità. E ciò data la notevole differenza di disciplina fra le due tipologie di intermediari, specchio di una parimenti rilevante differenza in termini di rischi tipici

20 Peraltro queste disposizioni costituiscono solo un primo passo, dato che la stessa Banca d'Italia specifica che la sezione relativa al *social lending* ha carattere ricognitivo e che l'elenco delle attività riservate che possono rilevare in tale ambito è solo esemplificativo (Bofondi, 2017).

21 Consistente in una ritenuta alla fonte a titolo d'imposta del 26% sugli interessi percepiti invece che tassazione Irpef tra il 23% e il 43% a seconda del totale dei redditi del soggetto).

delle attività esercitate dai due tipi di intermediari (ma sul punto si tornerà in modo più approfondito *infra* §§ 7.2 ss.).

Per quanto attiene, infine, al "Decreto Crescita" convertito nella recentissima legge 28 giugno 2019, n. 34, nel contesto di alcune norme volte a favorire l'innovazione finanziaria si segnala una disposizione che, sia pure con un obiettivo molto specifico, dà rilievo alle piattaforme di *social lending*. Il riferimento è all'art. 18, comma 3, che, al fine di sostenere lo sviluppo di canali alternativi di finanziamento delle imprese, prevede l'estensione dell'operatività del Fondo di garanzia per le Piccole e Medie Imprese (di cui all'articolo 2, comma 100, lettera a), della legge 23 dicembre 1996, n. 662) in favore dei soggetti che finanziano, tramite piattaforme di *social lending* e di *crowdfunding*, progetti di investimento realizzati da micro, piccole e medie imprese. Al comma 4 del medesimo articolo, il legislatore definisce il *social lending*, per i fini di cui al comma 3, come "lo strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, compresi investitori istituzionali, tramite piattaforme *on-line*, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto". Al medesimo fine, viene offerta, sempre al comma 4, anche una definizione di *crowdfunding*, descritto alla stregua di "strumento attraverso il quale famiglie e imprese sono finanziate direttamente, tramite piattaforme *on-line*, da una pluralità di investitori".

Oltre a dover rientrare nel perimetro delle appena riportate definizioni (i cui contorni presentano, peraltro, qualche margine di incertezza, per quanto attiene sia al rapporto interno fra le medesime sia al rapporto con la definizione di *crowdfunding* già contemplata al comma 5-*novies* dell'art. 1 del TUF), i gestori delle piattaforme in discorso, per poter avanzare richiesta al Fondo, per conto e nell'interesse dei soggetti finanziatori di cui al medesimo comma 3, devono anche preventivamente accreditarsi, a seguito di apposita valutazione effettuata dal Consiglio di gestione del Fondo. I criteri per l'accredito dei gestori e delle piattaforme saranno stabiliti da un successivo decreto attuativo del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze. Nel Decreto Crescita se ne individuano, però già alcuni e, in particolare, la trasparenza della modalità di determinazione del prezzo dei finanziamenti, l'affidabilità del modello di valutazione della rischiosità dei prenditori, il rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti, ivi inclusa la raccolta del risparmio tra il pubblico sulla base di quanto previsto dalla normativa secondaria della Banca d'Italia²².

Da quanto sin qui illustrato con riferimento allo stato dell'arte in Italia, si ricava, per un verso, l'interesse del legislatore a promuovere l'innovazione specie a sostegno dello sviluppo di canali alternativi di finanziamento e, per un altro, la scelta di intervenire con misure decisamente *spot* e senza respiro sistematico. Rispetto a un tale approccio, evidente risulta però il rischio di aumentare la frammentazione normativa e di moltiplicare le discipline applicabili con conseguente confusione degli

22 Nel successivo decreto attuativo dovranno anche essere stabilite le modalità e le condizioni di accesso al Fondo per i finanziamenti in discorso, la misura massima della garanzia concedibile, che deve comunque assicurare un significativo coinvolgimento del soggetto finanziatore nel rischio dell'operazione, le modalità di retrocessione ai soggetti finanziatori delle somme derivanti dall'eventuale escussione e liquidazione della garanzia.

operatori (consumatori o imprese che siano), senza peraltro affrontare e risolvere alla radice alcune delle questioni più delicate che questo nuovo modello di *business* pone, prima fra tutte quella del configurare o meno attività riservata e del richiedere o meno un'autorizzazione (che è, chiaramente, cosa differente dal semplice accreditamento presso il Fondo).

3.4 La necessità di un approccio regolatorio “funzionale”

Dato che il fenomeno del *marketplace lending* presenta forme di organizzazione delle strutture contrattuali e delle relazioni tra le due parti del mercato assai peculiari, l'inquadramento giuridico e la riconduzione alle categorie concettuali pensate per gli intermediari tradizionali risulta complesso. Entrambi «lati» dei fruitori della piattaforma se ne avvalgono, infatti, per il soddisfacimento di bisogni finanziari analoghi a quelli realizzati, in forme e modalità diverse, dagli intermediari tradizionali. Così, per i *crowd-borrower* – siano essi consumatori, imprenditori individuali o imprese esercitate in forma collettiva – si tratta di ottenere accesso a finanziamenti (in particolare, capitale di credito nel caso di società), mentre per i *crowd-investor*, si tratta di impiegare liquidità disponibili al fine di conseguire un profitto. Pure evidente è, infine, il rilevante ruolo svolto dalle piattaforme nel mettere in relazione tali parti e nel gestire i relativi rapporti, attraverso servizi prestati in maniera organizzata e professionale.

Alla luce di tali considerazioni e delle tradizionali esigenze di tutela (del risparmio, etc.) su cui peraltro, come si è detto, si fonda la stessa esistenza di riserve legali di attività nel settore finanziario, non possono sussistere dubbi sulla necessità di operare una verifica del posizionamento del *marketplace lending* rispetto al *framework* regolatorio del settore finanziario in senso lato: a partire dalle normative poste a presidio delle tradizionali riserve di attività e tenendo conto degli adattamenti che, come si è detto, in certi Paesi sono stati introdotti con specifico riferimento al *marketplace lending* (§§ 7.1 ss.), come pure delle principali discipline speciali aventi ad oggetto il *marketplace lending* di recente adottate da altri Stati europei (§ 10). E ciò nella duplice ottica di valutare (*de iure condito*) la congruità di tali discipline con i tratti connotanti gli attuali modelli operativi di *marketplace lending*, e, in caso di esito negativo della valutazione, di tracciare (*de iure condendo*) alcune linee di ipotetico sviluppo di una disciplina mirata a tali forme di operatività.

Prima di addentrarsi in questo percorso, pare utile, tuttavia, qualche breve considerazione di metodo.

Al fine di valutare quale sia la regolazione più adatta ai *lending marketplace*²³, si intende verificare se alla luce della funzione economica svolta dalle medesime (i.e. dei bisogni finanziari ai quali le medesime forniscono risposta) sia giustificabile il richiamo *in toto* alla disciplina di una data attività riservata,

23 A livello internazionale, le opinioni sull'opportunità o meno di regolamentare e sulle modalità di regolamentazione non sono affatto univoche (cfr. EBA, 2017b; ESMA, 2017a; European Parliament 2017; FSB, 2017; OICV-IOSCO, 2017).

applicabile qualora la medesima sia esercitata – in funzione di bisogni finanziari analoghi – da un intermediario tradizionale, oppure sia necessario operare degli adattamenti²⁴. Da quest'angolo visuale, infatti, come non è rilevante a fini regolatori la mera circostanza che le piattaforme operino in un settore tradizionalmente caratterizzato dalla presenza di intermediari tradizionali autorizzati pur senza avere assunto lo stesso *status* regolamentare (non essendo la regolazione vigente nel settore finanziario qualificabile "per soggetti"), a ben vedere potrebbe non esserlo neppure la circostanza che le stesse svolgano attività, singolarmente o nel loro complesso, corrispondenti a quelle identificate dalla legge come riservate (e quindi necessitanti specifica autorizzazione per il loro svolgimento e soggette – secondo il modello di regolazione *activity-based* o per attività – a vigilanza nel corso del loro esercizio sulla base della relativa disciplina).

Determinanti potrebbero essere, invece, le concrete modalità di svolgimento da parte delle piattaforme di "attività di risposta" a bisogni finanziari il cui soddisfacimento è tradizionalmente demandato ad attività riservate (ad esempio, raccolta del risparmio ed erogazione del credito; prestazione di servizi di pagamento; prestazione di servizi di investimento; gestione collettiva del risparmio). E ciò nel senso che la necessità di un intervento normativo potrebbe sussistere anche nell'ipotesi in cui le attività svolte dalle piattaforme, pur non rientrando in quanto tali nelle tradizionali riserve, potessero però generare rischi (analoghi a quelli connessi alle attività riservate o, se differenti, comunque di rilievo) *in primis* per gli utenti delle piattaforme ma, più in generale, anche per gli altri intermediari e, in ultima analisi, per la stabilità del sistema. È opportuno, quindi, un approccio regolatorio che può dirsi "funzionale" e *risk-based*, in quanto costruito in funzione delle attività in concreto svolte dai destinatari delle regole e degli specifici rischi ad esse correlati (approccio che appare, peraltro, quello meglio in grado di rispondere, anche in termini generali, alle sfide sollevate dal *FinTech* e dalla continua evoluzione del settore finanziario sulla spinta dell'innovazione: cfr. Armour et al. 2016; Ferrarini e Macchiavello 2018; Macchiavello 2018a; Macchiavello 2017).

Alla luce di questo approccio va considerato anche il ben noto principio di "neutralità tecnologica", in forza del quale "stessi servizi, stessi rischi, stesse regole, stessa vigilanza". Occorre tenere conto cioè tanto della diversità di strutture e modalità che connota l'attività delle piattaforme rispetto all'attività finanziaria tradizionale, quanto dell'equivalenza funzionale tra la prima e la seconda nel ruolo di soddisfacimento delle medesime istanze riconducibili alle due tipologie di clientela (*crowd-investor* e *crowd-borrower*). E indispensabile risulta, in quest'ottica, analizzare la struttura complessiva creata dalla presenza di una pluralità di rapporti contrattuali attivati per il tramite della piattaforma²⁵. Si è accennato e si vedrà meglio nei §§ 7 ss., infatti, che quest'ultima fa sempre sottoscrivere, sia al *crowd-investor* che al *crowd-borrower* un contratto che prevede la prestazione di servizi di vario tipo (*credit scoring*, mandato per gestione dei rapporti e recupero crediti, ecc., insieme, nella

24 Su questi aspetti cfr. anche Schena et al. (2018).

25 Una delle caratteristiche peculiari del *FinTech* viene infatti individuata in una sorta di modularizzazione delle attività finanziarie che porta a una frammentazione della catena del valore.

maggior parte dei casi, a servizi di pagamento, strumentali al trasferimento delle risorse), mentre spesso il contratto avente per oggetto il soddisfacimento dei bisogni finanziari *core* per gli utenti viene sottoscritto direttamente tra *crowd-investor* e *crowd-borrower* (cfr. anche §§ 8.1 E 8.2). Tuttavia, l'operazione, considerata nel suo insieme piuttosto che nelle singole componenti contrattuali, permette, attraverso l'attività svolta in via professionale ed organizzata dalla piattaforma senza assunzione di rischio di credito, al primo, di impiegare risorse liquide con aspettativa di rendimento economico e, al secondo, di ottenere risorse per la propria attività.

Analisi economica dei *lending marketplace*

4 Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale

4.1 Microstruttura dei *lending marketplace*

G. Borello

4.1.1 Le origini del fenomeno e la sua trasformazione

Le numerose piattaforme digitali per il finanziamento alle persone fisiche (di seguito, *consumer lending marketplace* o *CLM*) o alle *small and medium enterprise* SME (di seguito, *business lending marketplace* o *BLM*) oggi presenti sul mercato costituiscono due tipologie di *lending marketplace*, ovvero piattaforme che offrono nuove modalità di finanziamento diverse dal credito bancario. Esse possono essere considerate un'evoluzione delle prime piattaforme comparse sulla scena ormai alcuni fa la cui attività era iscrivibile al *Peer-to-Peer lending* (*P2P*)

Il concetto del *peer-to-peer* origina in ambito informatico, ove sta a significare "da punto a punto"²⁶, con l'ascesa di Napster e di altri *software* di *file sharing* e definisce in generale un sistema di condivisione che permette a ciascun punto della rete (indicato con il termine nodo) di condividere qualcosa con il resto della rete. L'aspetto cruciale del *peer-to-peer* è che ciascun punto della rete è paritario e dunque può fungere sia da *client* (cliente) che da *server* (fornitore). Nel *peer-to-peer lending*, ciascun nodo della rete può essere contemporaneamente sia prestatore che prestatario di denaro. In altri termini, colui che ha ottenuto un prestito dalla rete è invitato a operare come prestatore appena le sue condizioni economiche saranno migliorate; la possibilità di tale cambio di ruolo produce anche riconoscenza di ciascun punto verso la rete stessa. Negli ultimi anni le piattaforme hanno sollecitato il coinvolgimento di investitori professionali al fine di favorire l'erogazione di finanziamenti e, al contempo, mantenere stabile l'offerta di denaro. Per definizione, però, gli investitori professionali possono assumere esclusivamente il ruolo di prestatori e, dunque, la loro presenza ha portato alla perdita del concetto dei nodi paritari e all'utilizzo della più generale espressione di *lending based crowdfunding* o *marketplace lending*.

A differenza del *social lending* – nel cui ambito i prestiti sono erogati a individui o a gruppi di individui senza richiedere interessi sul denaro prestato²⁷ – nel

26 Per una definizione più dettagliata dell'acronimo P2P si veda Government Accountability Office (2011).

27 Nel *social lending*, il ritorno per i prestatori è legato al benessere sociale che i soggetti finanziati apporteranno alla comunità quando avranno raggiunto il personale benessere. Il *social lending* è basato sul concetto del capitale sociale come riferito "alle connessioni tra individui e alle norme di reciprocità e affidabilità che derivano da loro e

marketplace lending il prestatore, più che essere mosso dalle motivazioni sociali tipiche del fenomeno del *community crowdfunding* (quali, ad esempio, le affinità personali con le caratteristiche del *borrower* e/o la finalità del prestito dichiarata da quest'ultimo), è spinto dal ritorno finanziario (espresso, appunto, in termini di tasso di interesse), in relazione al rischio stimato che sopporta. Al contempo, il *borrower* si impegna a restituire, nei termini convenuti nel relativo regolamento contrattuale, capitale e interessi.

La piattaforma di *marketplace lending* opera come facilitatore del contatto tra utenti portatori di bisogni finanziari contrapposti, svolgendo spesso un ruolo attivo nell'abbinamento tra i potenziali finanziatori (*crowd-investor*) e i richiedenti il finanziamento (*crowd-borrower*), come anche nelle fasi successive all'erogazione dei fondi. In genere è la piattaforma a definire le condizioni contrattuali del finanziamento seguendo *format* piuttosto standardizzati che permettono una semplificazione dell'operazione. Gli attori-chiave del *marketplace lending* sono quindi tre (la piattaforma, gli utenti investitori o *crowd-investor* e gli utenti richiedenti il fondio *crowd-borrower*), ai quali si possono aggiungere, di volta in volta, soggetti ulteriori che forniscono servizi strumentali (ad esempio i servizi di analisi del rischio creditizio, di gestione dei flussi finanziari, di recupero crediti e di smobilizzo dei prestiti erogati mediante operazioni di cartolarizzazione).

Sebbene il *marketplace lending* sia un fenomeno piuttosto recente, la sua rapida ascesa ha indotto le piattaforme a trasformare gradualmente il modello di *business*, muovendo dal modello "base" a modelli "ibridi" o "evoluti" che si avvicinano maggiormente ai consolidati modelli organizzativi degli intermediari tradizionali (Barba Navaretti 2017; Havrylchuk e Verdier 2018). L'eterogeneità dei servizi prestati dalla piattaforma si giustifica, del resto, anche in ragione della già menzionata esiguità di discipline *ad hoc* del fenomeno, ancora assenti sia in numerosi Paesi ove pure sono attivi *lending marketplace*, sia a livello europeo (Gajda et al. 2013a; 2013b; 2017).

Un'adeguata comprensione delle caratteristiche strutturali dei vari *lending marketplace* risulta, perciò, indispensabile per valutare potenzialità e rischi generati dalle singole piattaforme e, di conseguenza, dall'intero mercato del *marketplace lending*. A tale scopo sono rivolte le pagine che seguono.

dunque è strettamente correlato a ciò che alcuni hanno chiamato "virtù civica" (Putman 2000). Il capitale sociale si basa sull'altruismo, la fiducia e la mutualità tra i membri di una comunità al fine di creare reti sociali che consentono agli individui, da un lato, di realizzare un capitale e, dall'altro, di garantire che i gruppi di persone coinvolte mantengano un certo controllo sul capitale stesso. Il concetto di rete sociale collega l'economia agli elementi sociali e alle relazioni di potere che costituiscono la struttura delle comunità "(De Filippis 2001). Nel *social lending* si utilizza il desiderio di comunità per soddisfare i bisogni del singolo individuo membro della comunità. I singoli individui partecipano al benessere della comunità convinti che la loro partecipazione sia socialmente utile all'intera comunità e allo stesso tempo favorisca anche i propri personali interessi.

4.1.2.1 *business model* delle piattaforme secondo la mappatura IOSCO

Le piattaforme di *marketplace lending* si sono costituite e sviluppate in un contesto fortemente connotato dalla innovazione tecnologica e, come si è detto, in assenza di vincoli normativi *ad hoc*, assumendo per tali ragioni strutture molto eterogenee tra loro e in continua evoluzione nel tempo. Risulta dunque difficile operare una mappatura sulla base dei modelli di *business* adottati dalle piattaforme, mappatura che risulta tuttavia necessaria sia per uno studio accademico del fenomeno sia per la definizione di una corretta strategia regolatoria del medesimo (Havrylchuk e Verdier, 2018).

Il primo organico tentativo di classificazione dei modelli di *business* con cui i *lending markeplaces* erogano i propri servizi si deve a Kirby e Worner (2014) autori del primo report IOSCO nel quale sono stati individuati tre modelli base di *business*: il *client segregated account model*, il *notary model* e il *guaranteed return model*. Nel maggio 2017 un documento pubblicato congiuntamente dalla *Bank for International Settlements* (BIS) e dal *Financial Stability Board* (FSB) aggiunge ai tre modelli base anche il *balance sheet model* (BIS-FSB (2017)), modello che verrà in questa sede analizzato in connessione con il *notary model* potendo essere considerato come un'evoluzione dello stesso.

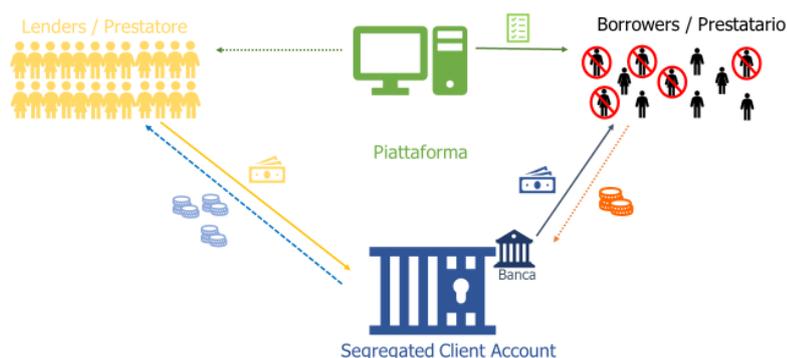
Pur nella consapevolezza del fatto che i *lending markeplaces* tendono ad utilizzare oggi forme ibride rispetto alle tre appena menzionate, per comprendere appieno le nuove forme ci sembra indispensabile muovere comunque dalla descrizione dei modelli di *business* base, così come definiti da Kirby e Worner (2014) e BIS-FSB (2017). Nelle pagine seguenti saranno perciò descritti i modelli di *business* base, avendo cura però di dettagliare maggiormente alcuni aspetti operativi che risultano presenti oggi nella prassi secondo quanto emerge da una ricognizione dei documenti informativi e delle condizioni contrattuali rinvenibili sui siti dei principali *lending marketplace* operanti in alcuni Stati europei ed extraeuropei.

Il client segregated account model

Nel *client segregated account model*, la piattaforma agevola l'incontro tra *crowd-borrower* e *crowd-investor* senza partecipare alla transazione. Tale attività si concretizza nella mera valutazione preliminare del merito creditizio del potenziale *crowd-borrower* e, nel caso in cui quest'ultimo soddisfi i requisiti minimi per ottenere il credito richiesto, nella pubblicazione della sua richiesta di finanziamento sul sito web della piattaforma. Nella fase successiva, la richiesta di finanziamento viene valutata dai potenziali *crowd-investor* iscritti alla piattaforma che decidono se finanziare o meno il *crowd-borrower*. Non appena le offerte di finanziamento raggiungono l'intera somma richiesta dal *crowd-borrower*, la piattaforma si occupa della contabilizzazione e gestione dei flussi di denaro tra le controparti. La caratteristica fondamentale di questo modello è che i flussi di denaro (sia nella fase di *origination* del credito, sia in quella successiva dei versamenti delle rate da parte del *borrower*) convergono in un conto nominativo, denominato *client segregated*

account, presso un intermediario terzo su cui la piattaforma non può operare direttamente. La piattaforma, dunque, non gestisce direttamente il denaro degli utenti iscritti, ma semplifica e coordina i flussi di pagamenti tra i medesimi.

Figura 1: Client segregated account model.



Rispetto agli altri modelli, il *client segregated account model* prevede un minor coinvolgimento della piattaforma intercorrendo il rapporto contrattuale di credito tra *crowd-borrower* e *crowd-investor*. Con questo modello di *business*, infatti, la piattaforma di *marketplace lending* adotta il principio della separazione patrimoniale per cui i fondi dei *crowd-investor* non sono nella sua disponibilità diretta, né tantomeno entrano a far parte del suo patrimonio. Dunque, in caso di insolvenza della piattaforma, i creditori personali della medesima non possono aggredire i fondi oggetto delle attività di *marketplace lending* e, di conseguenza, non possono pregiudicare in alcun modo i diritti dei *crowd-investor* a ricevere il rimborso del denaro versato e la remunerazione a titolo di interesse. D'altro canto, è il *crowd-investor* a sopportare il rischio di credito relativo al "singolo" *crowd-borrower* finanziato. Nel caso in cui, infatti, un *crowd-borrower* sia insolvente o semplicemente in ritardo nel pagamento delle rate di rimborso del prestito, il *crowd-investor* non può vantare alcun diritto di credito nei confronti del *lending marketplace* né degli altri *crowd-borrower* utenti della piattaforma.

L'estraneità della piattaforma alle singole transazioni ha implicazioni anche sul bilancio della stessa: essa percepisce, infatti, commissioni (principalmente in percentuale rispetto all'importo finanziato) per aver agevolato l'incontro delle due parti, ma il prestito e gli eventuali crediti deteriorati non transitano nel bilancio in quanto la piattaforma non si assume direttamente alcun rischio in caso di insolvenza del *crowd-borrower*.

L'adozione del *client segregated account model* rappresenta dal 2014 uno dei presidi stabiliti a tutela dei *crowd-investor* sia dal legislatore anglosassone sia da

quello cinese²⁸ e, di recente, è stato anche suggerita dalla Commissione Europea nell'ambito della Proposta di Regolamento relativa ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese del 8 marzo 2018 (cfr. § 11.2).

Il notary model

Nel *notary model*, il *lending marketplace* opera in qualità di intermediario nella fase di abbinamento delle richieste tra *crowd-borrower* e *crowd-investor*. Nella fase iniziale tale attività si concretizza, analogamente a quanto avviene nel *client segregated account model*, nell'attività di **valutazione del merito creditizio** del *crowd-borrower* e, nel caso in cui siano soddisfatti i requisiti minimi (definiti da ciascun *lending marketplace*) per ottenere il credito richiesto, nella pubblicazione della sua richiesta di finanziamento. Nella fase successiva, la richiesta di finanziamento viene valutata dai potenziali *crowd-investor* iscritti alla piattaforma che decidono se finanziare o meno il *crowd-borrower*. Non appena le offerte di finanziamento raggiungono l'intera somma richiesta dal *crowd-borrower*, il prestito viene immediatamente erogato da una banca (modalità "*all or nothing*").

Neppure in questo caso, quindi, è la piattaforma ad erogare il finanziamento. Il *lending marketplace* si impegna tuttavia ad acquistare il credito dalla banca dopo pochissimi giorni dall'erogazione e ad emettere "*notes*" che vengono sottoscritte dai *crowd-investor* dietro versamento di un prezzo che serve a coprire l'acquisto dei prestiti oltre che a remunerare la banca e la piattaforma. Tali *notes* riflettono il valore di ciascun credito erogato dalla banca per la parte attribuita all'investitore e sono, in taluni ordinamenti, negoziabili in quanto considerate strumenti finanziari. Al pari del *segregated account model*, il prestito e gli eventuali crediti deteriorati non transitano nel bilancio della piattaforma in quanto quest'ultima non si assume direttamente alcun rischio in caso di insolvenza del *crowd-borrower*. Dunque, per la gestione dei flussi derivanti dai rapporti con i *lender* e *borrower* la piattaforma utilizza un *Variable Interest Entities* (VIE), che verrà consolidato nel bilancio solo nel caso in cui la piattaforma sia il principale beneficiario del VIE.

Infatti, come riportato da Lending Club, «The Company considers continued involvement in an unconsolidated VIE insignificant if it is the sponsor and servicer but does not hold other significant variable interests. In these instances, the Company's involvement with the VIE is in the role as an agent and without significant participation in the economics of the VIE²⁹».

In alcuni casi, parte dei prestiti viene trasferita direttamente a fondi di investimento per semplice intermediazione della piattaforma invece che a *crowd-investor retail*. Un'ulteriore variante del modello prevede l'assegnazione dei crediti erogati dalla banca ad una *SPV* che eseguirà il *repackage* degli stessi ed emetterà *notes* (eventualmente suddivise in *tranche* con distinto livello di rischio e rendimento)

28 Per la disciplina del Regno Unito si rinvia al §5. 10; nel contesto cinese si segnala che tale modello è stato reso obbligatorio a seguito dello scandalo della piattaforma Ezubao (per maggiori dettagli si veda *infra* nt. 7.

29 Lending Club 2017 Annual Report on Form 10-K (Report)

non potendo sollecitare direttamente il *crowd-borrower* (di cui conosce le caratteristiche anagrafiche e reddituali ma non l'identità), si potrà rivolgere esclusivamente alla piattaforma che, tramite una società di recupero crediti, solleciterà l'incasso dal *crowd-borrower*. In quest'ultimo caso, il costo per il recupero del credito verrà sostenuto dal *borrower* (nel caso si riuscisse a incassare le rate insolute) e dal *crowd-investor* che, suo malgrado, vedrà ridursi il rendimento.

Il balance sheet model

Come descritto dall'EBA (2015) e dal BIS-FSB (2017), esiste un ulteriore modello denominato *balance sheet model*. In base a tale modello il *lending marketplace* invia alla "banca terza" la disposizione di erogare il prestito al *crowd-borrower* e nel giro di pochi giorni subentra nel credito della banca, ma, a differenza del *notary model*, utilizza, per acquistare il credito, risorse finanziarie proprie raccolte tramite l'emissione di titoli di debito. Il rendimento di tali titoli di debito dipenderà dalla rischiosità ed andamento dei prestiti erogati. In alcuni casi, i prestiti sono originati dalla stessa piattaforma, la quale dovrà, in tale ipotesi, ottenere le necessarie autorizzazioni previste per i finanziatori professionali. In ogni caso, la piattaforma raccoglie risorse finanziarie dai *crowd-investor* (emettendo *notes* su cui riconosce un tasso di interesse passivo) ed impiega tali risorse in crediti, tipicamente, verso imprese ad un tasso di interesse attivo superiore. Il margine di profitto lordo per la piattaforma è dato dal margine di interesse. I crediti erogati sono solitamente a breve termine e comprendono prestiti agli studenti o lavoratori, linee di credito e anticipazioni di cassa a società. I titoli di debito emessi transitano nel bilancio della piattaforma al pari dei titoli di credito acquistati dalla "banca terza". In genere, le piattaforme che utilizzano il *balance sheet model* costituiscono un proprio fondo svalutazione crediti per far fronte alle perdite attese (sul punto v. *infra* §§ 4.1.6). Come evidenziato da Vallée e Zheng (2018), è assimilabile ad una forma d'intermediazione finanziaria basata sull'assunzione di rischio in proprio (similmente a schemi di *shadow banking*) piuttosto che ad un vero e proprio *lending marketplace*, in cui l'operatore della piattaforma si limita a fornire servizi e facilitazioni agli utenti.

Le piattaforme che utilizzano questo modello di business sono principalmente statunitensi; tra queste ricordiamo: OnDeck, Square Capital, Fundation, CAN Capital, Kabbage e PayPal Credit.

Talune piattaforme adottano un modello composito (o "*Composite Lending model*") per combinare l'efficienza e l'economia di scala tipica del *notary model* con la stabilità e sostenibilità del *balance sheet model* (Carmona et al. 2018).

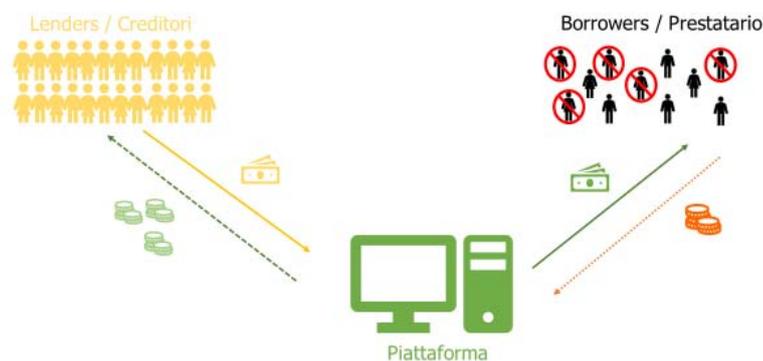
Il guaranteed return model

Un ulteriore modello impiegato nella prassi è il *guaranteed return model*, nel quale è previsto un ruolo della piattaforma ancora più incisivo nella definizione del prestito e delle condizioni contrattuali proposte ai *crowd-borrower* e *crowd-investor*, oltre che l'assunzione del rischio di credito in via diretta da parte della medesima, che eroga direttamente il prestito ai *crowd-borrower* utilizzando il

denaro raccolto dai *crowd-investor* ed assicurando loro un certo tasso di rendimento. I *crowd-investor*, sulla base della durata e del rischio che sono disposti a sopportare, investono il loro denaro nei prestiti erogati dalla piattaforma che fissa per ciascuna classe di *rating* un tasso di interesse attivo. Il denaro investito dai *crowd-investor* è dunque direttamente gestito dalla piattaforma che decide quali *crowd-borrower* finanziare e a quali condizioni contrattuali. È la piattaforma a valutare il merito creditizio dei *crowd-borrower* e a definire le relative condizioni del prestito (tra cui, il tasso di interesse passivo). I flussi di denaro provenienti sia dai *crowd-investor* sia dai *crowd-borrower* sono gestiti dalla piattaforma come patrimonio proprio e a suo rischio (entrando anche nel suo bilancio). I *crowd-investor*, dunque, sono creditori della piattaforma e non dei *crowd-borrower* finanziati da quest'ultima, con conseguente, quantomeno teorica, maggiore garanzia sulla restituzione sia del capitale che degli interessi. La denominazione di "*guaranteed return model*" si riferisce appunto alla garanzia sul rendimento offerto dalla piattaforma ai *crowd-investor*. La remunerazione per la piattaforma è data dal margine di interesse, determinato dalla medesima in misura tale da coprire i costi di gestione nonché da costituire un fondo di garanzia in caso di ritardo o mancato pagamento da parte dei *crowd-borrower*.

È evidente che, rispetto ai modelli descritti più sopra, quello in discorso comporta un più forte coinvolgimento della piattaforma, che muta il suo ruolo da "facilitatore" del contatto fra *crowd-borrower* e *crowd-lender* a "*manufacturer*" emittente di passività.

Figura 3: Guaranteed Return Model



Sino al 2016 il "*guaranteed return model*" era il modello prevalentemente utilizzato dai *lending marketplace* in Cina, ambiente socio-culturale in cui la fiducia, la credibilità e la rispettabilità rivestono un ruolo importante nella quotidianità di ciascun individuo. A dicembre 2016 si contavano oltre 2300 piattaforme attive. Tale crescita vertiginosa è stata però frenata dallo scandalo che ha

coinvolto la piattaforma Ezubao, attiva dal 2014 e basata sul *guaranteed return model*³². A seguito di questo scandalo, il legislatore cinese, al fine di garantire maggior sicurezza per i finanziatori, ha adottato una normativa che obbliga le piattaforme ad utilizzare il *segregated account model*, utilizzando esclusivamente banche terze qualificate; è stato, inoltre, fissato l'ammontare massimo finanziabile, tramite le piattaforme di *marketplace lending*, per i privati e le imprese.

Anche nel Regno Unito e in Svezia c'è evidenza di questo modello di *business*, utilizzato rispettivamente dalla Burnley Savings and Loans Ltd (meglio nota come "Bank on Dave") e dalla tristemente nota Trustbuddy³³.

4.1.3 Specializzazione dei *lending marketplace* sulla base delle caratteristiche soggettive degli utenti

A prescindere dai differenti *business model* adottati, nell'oggi i *lending marketplace* manifestano, come si è già accennato nel § 3.1, un prevalente orientamento verso determinati segmenti di clientela, risultando "specializzati" sulla base delle caratteristiche soggettive dei *crowd-investor* e dei *crowd-borrower* cui si rivolgono.

La suddivisione di gran lunga più evidente è tra i *lending marketplace* orientati al segmento privati (*consumer lending marketplace*) e quelli rivolti al segmento imprese (*business lending marketplace*): non mancano, tuttavia, tipologie miste e, in alcuni casi, scelte anche più specifiche in termini di nicchia di mercato. Più in dettaglio, si distinguono:

- Piattaforme *peer-to-peer (P2P o C2C) lending*, tramite le quali privati finanziano altri privati con finalità di investimento dei propri risparmi. Tali piattaforme si connotano per l'esiguo importo oggetto delle singole operazioni, per la mancanza di garanzie e per la durata dei prestiti non superiore ai 5 anni.
- Piattaforme *peer-to-business (P2B o C2B) lending*, tramite le quali privati finanziano imprese con finalità di investimento dei propri risparmi. In questo

32 Ezubao, offrendo ai finanziatori tassi di interesse compresi tra il 9 e il 14,6%, decisamente superiori rispetto al tradizionale deposito bancario, era riuscita in soli 18 mesi a diventare la piattaforma *LBC* più importante della Cina, suscitando l'attenzione da parte del governo cinese. Quando si è iniziato ad indagare sull'operatività di Ezubao è emerso che la piattaforma utilizzava lo schema Ponzi e la sua attività è stata immediatamente bloccata. Dopo solo un anno e mezzo di attività, Ezubao contava 7,6 miliardi di dollari investiti provenienti da oltre 900mila lender truffati (Financial Times "China P2P lender braced for regulatory crackdown", 9 gennaio 2017 ; <http://www.scmp.com/business/companies/article/2082423/just-few-big-chinese-p2p-lender-seen-surviving-sector-tarnished>).

33 Trustbuddy, nata in Norvegia nel 2009, è stata la prima piattaforma *LBC* europea a quotarsi nel 2011 nel NASDAQ First North, un sistema multilaterale di negoziazione della Borsa di Stoccolma (Svezia). La quotazione è stata resa possibile sia per gli elevati profitti (nel 2010 i revisori contabili avevano registrato profitti per 2,5 milioni di SEK, derivanti da interessi annui passivi superiori al 12% annuo), sia perché si è affermata in pochissimi anni non soltanto in Norvegia e Svezia ma anche in altri 7 paesi europei. Nell'ottobre 2015 in concomitanza con l'annuncio di fusione con la piattaforma italiana Prestiamoci, si cominciano a diffondere notizie su possibili irregolarità finanziarie che hanno portato in pochi giorni alla dichiarazione di bancarotta della piattaforma. La bancarotta della piattaforma ha lasciato i *crowd-investor* (creditori) in difficoltà non solo finanziaria ma anche legale per l'incertezza normativa relativa alle procedure legali da adottare per riscattare i propri crediti.

caso, normalmente l'impresa fornisce garanzie sul prestito e la durata dei prestiti è medio-lunga.

- Piattaforme *business-to-business (B2B) lending*, dove investitori istituzionali finanziano imprese, in genere appartenenti al segmento delle *small and medium enterprises (SME)*.

Havrylych et al (2017), analizzando i prestiti erogati tramite le due piattaforme statunitensi Prosper e LendingClub, dimostrano che le medesime hanno parzialmente sostituito le banche nelle aree più colpite dalla crisi finanziaria. Al contrario, invece, un'elevata concentrazione di mercato e un'alta densità di filiali bancarie in certe aree sembrano aver scoraggiato l'espansione del *marketplace lending*.

Secondo Lord Thaler, ex presidente della *Financial Conduct Authority*, i *lending marketplace*, grazie alla tecnologia, erogano prestiti in tempi rapidi potenzialmente anche a soggetti ritenuti inaffidabili nei tradizionali circuiti creditizi, richiedendo tassi di interesse molto elevati. Mills and McCarthy (2014) evidenziano empiricamente che i *lending marketplace* da loro analizzati applicano un tasso d'interesse effettivo globale compreso tra il 30 e il 120 per cento del valore del prestito. Tali autori rilevano che, sebbene i *lending marketplace* promuovano per i *crowd-borrower* tassi di interesse più bassi rispetto alle banche, in realtà difficilmente il prestito è più economico in termini di tasso di interesse effettivo globale (comprensivo sia del tasso d'interesse passivo che di tutti i costi correlati al prestito stesso). Il maggior tasso di interesse pagato dai *crowd-borrower* rappresenta il maggior tasso di remunerazione dell'investimento per il *crowd-investor*. Proprio questo maggior potenziale rendimento finanziario avrebbe suscitato l'interesse degli investitori istituzionali (tra cui fondi *hedge*), che, assumendo il ruolo di *crowd-investor* nei *lending marketplace* e/o acquirenti di *tranche* di prestiti cartolarizzati, da un lato, amplificano l'offerta di denaro e dunque anche le opportunità di prestito per i *crowd-borrower* e, ma dall'altro lato creano una maggior connessione con l'intero sistema finanziario.

La segmentazione dei *crowd-investor*

Come si è già accennato, il *marketplace lending* è nato attorno all'idea del coinvolgimento di una folla (*crowd*) di *investor*, per lo più soggetti privati disposti a soddisfare le richieste di finanziamenti provenienti da *crowd-borrower* (individui, enti senza scopo di lucro o piccole e medie imprese) interessati alla copertura dei propri fabbisogni finanziari. Tra i *crowd-investor* è diventata, negli ultimi anni, sempre più consistente la presenza di investitori istituzionali (principalmente fondi comuni, fondi pensione, fondi speculativi e società di gestione patrimoniali), attratti sia dall'elevato tasso di rendimento attivo (EBA, 2015), sia dalla possibilità di investire in una nuova *asset class* legata a crediti (sinora a disposizione solo dalle banche) con conseguente maggiore diversificazione del portafoglio. Secondo Classens et al. (2018), nel 2016 sono stati gli investitori istituzionali a finanziare la maggioranza dei prestiti di nuova emissione negli Stati Uniti e in alcune parti dell'Europa³⁴.

LendingClub (2016) ha dichiarato che nel 2015 circa un terzo dei prestiti erogati tramite la piattaforma sono stati finanziati da investitori istituzionali (contro il 2 per cento nel 2012), una quota

³⁴ Proprio la maggior presenza di investitori istituzionali a scapito degli investitori privati ha spinto il *Department of the Treasury* statunitense a preferire il termine *marketplace lending* piuttosto che l'originaria *P2P lending* per definire il credito *fintech* (*Department of the Treasury* statunitense 2016 e 2018).

simile a quanto registrato complessivamente nel Paese. Proprio nel Regno Unito, l'aumento del coinvolgimento degli investitori istituzionali è stato particolarmente forte nel settore del P2P *lending*, passando, tra il primo e l'ultimo trimestre del 2015, dal 17 al 38 per cento.

Per quanto concerne la tipologia dei *crowd-investor*, uno studio condotto da Pierrakis and Collins nel 2013 analizza le caratteristiche demografiche di 600 *lender* della piattaforma *Funding Circle* nel Regno Unito, specializzata in finanziamenti alle PMI. Gli autori evidenziano che circa il 90% dei *crowd-investor* della piattaforma dichiara di avere familiarità con l'investimento nei mercati finanziari e circa il 40% di essi dichiara di aver lavorato nel settore delle PMI nel decennio precedente. Sebbene gli autori avessero ipotizzato che i soggetti pro-attivi verso questo genere di attività fossero persone giovani (per la maggiore propensione sia alla tecnologia che al rischio), lo studio evidenzia invece che la maggior parte dei *lender* ha un'età compresa tra i 40 e i 60 anni e che l'83% è rappresentato da uomini. Secondo gli autori, il fattore di convergenza tra *crowd-borrower* e *crowd-investor* è costituito dall'attitudine positiva di entrambe le parti all'utilizzo della comunicazione e dell'interazione via web indipendentemente dall'età. Rispetto all'ammontare delle somme finanziate, i dati indicano che il finanziamento medio si aggira intorno a 8000 sterline distribuiti su una media di 67 soggetti finanziati per ciascun *crowd-investor*.

La segmentazione dei crowd-borrower

In linea generale, l'interesse verso strumenti di finanziamento alternativi rispetto al canale creditizio tradizionale si riscontra maggiormente quando i *crowd-borrower* hanno difficoltà di accesso al credito e/o quando dispongono di un potere contrattuale molto ridotto nei confronti delle banche.

Ciò premesso, va evidenziato che sebbene il *marketplace lending* sia nato e si sia sviluppato con l'obiettivo di finanziare soggetti privati con difficoltà nell'accesso al credito (e, dunque, con un fine di inclusione finanziaria), ad oggi tra i *crowd-borrower* figurano in misura considerevole anche le imprese, alla ricerca di una fonte finanziaria aggiuntiva o semplicemente alternativa rispetto al credito bancario.

La possibilità di accedere a fonti di finanziamento "alternative" consente ai *crowd-borrower* una maggiore capacità di fronteggiare eventi avversi, con ricadute positive non solo sulle singole imprese finanziate, ma anche sulla stabilità dell'economia nel suo complesso. Nei casi in cui attraverso le piattaforme si riesce a fornire credito a soggetti esclusi dai tradizionali canali di intermediazione creditizia, si può definire il *marketplace lending* un **circuito finanziario integrativo o "alternativo"**.

Numerose le evidenze nella letteratura scientifica: Haldane (2016) suggerisce che l'ingresso di nuovi *players* nel settore del credito permette di diversificare il servizio di intermediazione creditizia, favorendo un maggior accesso al credito (inclusione finanziaria) e di conseguenza rende il settore creditizio e finanziario più stabile e efficiente. Havrylchuk et al. (2017) dimostrano che il *marketplace lending* ha operato maggiormente nelle contee statunitensi poco servite da filiali bancarie e più colpite dalla crisi finanziaria. Inoltre, gli autori confermano che i *borrower* poco indebitati riescono a ottenere più credito dalle piattaforme di *marketplace lending* di quanto sarebbero riusciti ad ottenere dalle banche. In aggiunta, i soggetti caratterizzati da un maggiore livello di istruzione residenti in aree a

maggior densità demografica e con una maggior presenza di giovani hanno una maggior probabilità di ottenere un prestito tramite il *marketplace lending*.

Barasiska e Schafer (2014), analizzando i prestiti erogati da una piattaforma di *marketplace lending* tedesca, riportano che, quando il *borrower* è una donna, le probabilità di ottenere il finanziamento sono maggiori. Un altro studio (Gonzales e Komarova Lourero, 2014) analizza come le caratteristiche personali di *crowd-investor* e *crowd-borrower* influenzino la probabilità di ottenere il finanziamento. In linea generale, tale studio conferma la presenza dell'effetto definito come "*beauty premium*": i) sebbene l'età anagrafica sia percepita come un segnale di competenza, non vi sono evidenze sulla probabilità di ripagare il finanziamento; ii) quando il *crowd-investor* e il *crowd-borrower* sono dello stesso genere la probabilità che l'accordo si concluda è inferiore; iii) inoltre, la differenza di età tra il *crowd-borrower* e il *crowd-lender* influenza la probabilità di ripagare il prestito. Sempre con riferimento al filone delle caratteristiche soggettive di *crowd-borrower* e *crowd-lender*, lo studio condotto da Ravina (2012) mostra che le caratteristiche fisiche e personali (quali l'età e l'etnia) influenzano la decisione di concedere un prestito una volta nota la posizione creditizia e lavorativa del soggetto che richiede il finanziamento, nonché la presenza di attività e/o beni del *crowd-borrower* che possano fungere da garanzia in caso di eventuale insolvenza. I risultati mostrano che un buon aspetto estetico del *crowd-borrower* aumenta del 1.59% la probabilità di ottenere il finanziamento; inoltre, il tasso di interesse applicato è inferiore di circa 60 *basis points*.

Nel Regno Unito, i prestiti al segmento *business* (in particolare alle SME) sono, in termini di volume complessivo, superiori rispetto ai prestiti rivolti al segmento privati (v. *infra* §§ 4.2). In Germania e Francia, si evidenzia anche una specializzazione delle piattaforme per settore industriale del *crowd-borrower*. Tra i vari settori, si riscontra un particolare interesse da parte delle piattaforme di *marketplace lending* per il finanziamento di imprese operanti nel settore delle energie rinnovabili (e/o alternative).

Il già citato studio di Pierrakis and Collins (2013) evidenzia che il 60% delle SME utenti della piattaforma Funding Circle non aveva ottenuto un prestito dalle banche e solo successivamente aveva utilizzato Funding Circle come canale alternativo. Ciascuna SME in media è finanziata da 418 *lender*.

De Roure et al. (2016), utilizzando i dati messi a disposizione da una piattaforma di *marketplace lending* tedesca, mostrano che la piattaforma ha permesso l'accesso al credito anche a *crowd-borrower* che non avevano la possibilità di ottenere finanziamenti bancari, in particolare a quelli considerati più rischiosi o che necessitavano di finanziamenti di piccolo importo. Quest'ultimo risultato è coerente con le evidenze aneddotiche, che indicano che il processo di erogazione del credito da parte delle banche sia caratterizzato da elevati costi fissi, che rendono poco conveniente erogare prestiti di basso importo (Goldman Sachs 2015).

4.1.4 (*segue*)... e sulla base delle finalità del finanziamento

Un'ulteriore specializzazione dei *lending marketplace* scaturisce dalla tipologia di prestito erogato per ciascun segmento di *crowd-borrower* (privati o imprese). Osservando l'operatività dei *lending marketplace*, sono riscontrabili quattro segmenti: prestiti personali, prestiti agli studenti, prestiti legati allo svolgimento di attività d'impresa, prestiti finalizzati all'acquisto di immobili. In genere, ogni

piattaforma è dedicata ad uno specifico *target* di clientela ma le piattaforme più consolidate sul mercato hanno iniziato ad operare in un segmento per poi ampliare la propria offerta.

Prestiti personali. Tali prestiti rappresentano la prima forma di *P2P lending* e, ancora oggi, costituiscono il segmento più ampio in termini di numero di prestiti erogati anche se non di volume. Tra di essi rientrano il finanziamento per saldare le spese delle carte di credito, l'acquisto dell'auto o di elettrodomestici, le cure mediche ma anche prestiti per finanziare il matrimonio e la vacanza. Questo tipo di prestito ha registrato negli ultimi anni i più elevati tassi di crescita: le motivazioni di tale diffusione risiedono nel ridotto ammontare della singola operazione, nella succedaneità del tipo di finanziamento, nell'elevato *credit scoring* di questo tipo di operazioni – che in genere non vengono considerate particolarmente rischiose- e nella velocità con la quale un individuo può completare la domanda online e ottenere un finanziamento (solitamente tra la richiesta e l'erogazione intercorrono solo pochi giorni).

Prestiti agli studenti. Negli Stati Uniti, i prestiti agli studenti (prestito post-laurea o un prestito finalizzato al finanziamento degli studi) rappresentano il secondo segmento dei prestiti erogati dai *lending marketplace*. Per ciò che concerne gli investitori, le caratteristiche del finanziamento in genere sono molto simili alla precedente categoria di prestiti personali. Rispetto al passato, questa categoria di prestiti presenta una maggiore rischiosità, in quanto i *crowd-borrower* che hanno raggiunto il titolo di studio hanno maggiore difficoltà a inserirsi nel mondo del lavoro rispetto al passato e dunque hanno una maggiore difficoltà a restituire il capitale. In questo segmento la maggior quota di mercato è detenuta da ComondBond, Earnest e SoFi³⁵.

Prestiti legati allo svolgimento di attività d'impresa. Come si è già accennato, a seguito della recente crisi finanziaria, l'accesso al credito è stato razionato dalle banche (fenomeno noto come *credit rationing*), rendendo sempre più complesso ottenere un prestito specialmente per microimprese e SME. I prestiti con un valore inferiore a 50 mila dollari non sono considerati redditizi per la maggior parte delle banche - visti i costi ad essi collegati- e, di conseguenza, i prestiti ottenuti attraverso i *lending marketplace* sono diventati un'alternativa interessante. Attraverso i *business lending marketplace*, le imprese possono ottenere il credito da una vasta gamma di finanziatori che ripartiscono così tra loro il rischio, talvolta a fronte del rilascio di garanzie reali e/o personali.

Secondo un recente articolo (Mills e McCarthy 2016), i *lending marketplace* rivolti al segmento *business* hanno finanziato nel 2016 le *small and medium enterprises* (SME) per circa 10

35 SoFi, acronimo di Social Finance, è una piattaforma LBC nata da 4 ex studenti della Stanford University che hanno fondato una piattaforma LBC con la finalità di erogare credito agli studenti iscritti nelle più importanti atenei statunitensi tra cui Harvard, Yale e Columbia University avvalendosi dei benefici della comunità universitarie sui social network. Il social network delle rispettive Università è utilizzato come strumento incentivante, infatti se uno studente non rimborsa il prestito tutti i colleghi ne saranno a conoscenza e la reputazione potrebbe essere compromessa nel momento in cui lo student sarà pronto per inserirsi nel mondo del lavoro. La propensione a mantenere intatta la propria reputazione permette di ridurre il tasso di default e di conseguenza erogare credito agli student a tassi inferiori rispetto alla media offerta dalle banche.

miliardi di dollari rispetto ai 300 miliardi di dollari finanziati dalle banche degli Stati Uniti. Conferma tale evidenza anche il Report di Morgan Stanley (2015) che stima che i *lending marketplace* acquisiranno quasi il 20% del mercato dei prestiti alle SME entro il 2020. Il limite principale delle banche è che il costo di erogazione di un prestito è lo stesso per una richiesta di 100 mila dollari come per una di 1 milione di dollari; pertanto, le banche non hanno alcun incentivo a erogare prestiti di importo ridotto, considerato che il rendimento atteso potrebbe essere inferiore al costo di elaborazione della richiesta.

In questo segmento di mercato si è resa evidente l'opportunità di collaborazione tra banche e di *lending marketplace*. Le prime hanno, infatti, maggiore esperienza nella valutazione del rischio di credito e disponibilità di capitali, mentre i secondi sono in grado di acquisire il cliente e di raccogliere informazioni a costi ridotti e in tempi rapidi³⁶.

Per completezza va fatto, altresì, cenno ad un altro segmento di mercato, l'*invoice trading*, nel quale si sono specializzati alcuni *business lending marketplace* e la cui analisi esula dall'oggetto del presente Quaderno date le peculiarità di tale modello di *business* che gli attribuiscono una fisionomia autonoma. Le piattaforme di *invoice trading* consentono infatti alle imprese di ottenere liquidità per finanziare il proprio capitale circolante attraverso la cessione dei crediti acquisiti nell'esercizio dell'attività d'impresa. Queste piattaforme si rivolgono in genere a SME che, per varie ragioni (valore nominale dei crediti esiguo, crediti generati da attività in fase di start-up, ecc.), non riescono a smobilizzare il proprio fatturato attraverso i circuiti classici del credito (fidi bancari e *factoring*). Nel modello ad ora più diffuso, i crediti sono ceduti sulla piattaforma ad investitori professionali in modalità *pro-soluto*. L'impresa offrendo il credito sulla piattaforma definisce: lo sconto sul valore nominale che intende riconoscere ai *lender*; la durata dell'anticipo e la percentuale di anticipazione che intende ricevere alla cessione del credito. Quando la fattura viene saldata, il *lender* ne incassa il controvalore e contestualmente versa il saldo all'azienda cedente. L'*invoice trading* si distingue dal tradizionale *factoring* in quanto le imprese, senza alcun impegno predeterminato con i *lender*, possono decidere quali crediti vendere e quando farlo. Le piattaforme di *invoice trading* offrono poi iniziative specificamente mirate al segmento delle piccole imprese, alle quali vengono forniti servizi più flessibili quali: un periodo di tempo più breve tra l'elaborazione delle fatture e l'erogazione della liquidità; una soglia minima di fatturato inferiore; la scelta delle fatture da mettere a credito; la riservatezza dei debitori. La capacità di ottenere rapidamente piccoli importi con finanziamenti non garantiti si traduce in una maggiore probabilità di ottenere credito per le *start-up* o imprese di piccole dimensioni rispetto alle tradizionali società di *factoring*. Ci sono tuttavia alcune piattaforme di *invoice trading* che si rivolgono esclusivamente alle multinazionali.

Prestiti Immobiliari. In tale segmento – che tende ad avere una durata medio-lunga – si annoverano non solo i mutui ipotecari ma anche altri tipi di prestiti (come il credito di costruzione, il prestito ponte e il prestito fiduciario) in cui l'immobile è, in genere, costituito a garanzia. Vista la rapidità con la quale è possibile ottenere un mutuo tramite una piattaforma, il *marketplace lending* costituisce oggi una valida alternativa soprattutto per i più giovani che valutano positivamente i

36 Un esempio evidente della strategia *win-win* tra i due soggetti è la partnership tra JP Morgan e OnDeck (che riesce ad erogare un prestito nel giro di una settimana): la prima infatti vanta tra i suoi clienti oltre 4 milioni di piccole imprese, mentre OnDeck ha la tecnologia e l'infrastruttura per valutarle e supportarle finanziariamente in tempi rapidissimi.

ridotti vincoli burocratici richiesti dalle piattaforme e sono più propensi a valutare gli strumenti alternativi nella domanda di finanziamento. Questo segmento del *marketplace lending* registra, rispetto a quelli appena descritti, i maggiori volumi, soprattutto negli Stati Uniti, ove le grandi banche ritenute responsabili dello scoppio della crisi dei *subprime* stanno oggi affrontando la concorrenza di *lending marketplace* quali Realty Mogul, Patch of Land e SoFi.

4.1.5 Operatività *cross-border*

Ad oggi l'**operatività transnazionale** delle piattaforme appare molto **limitata** registrando la maggior parte di queste ultime una spiccata prevalenza verso il mercato domestico e la concentrazione in una sola area geografica (IOSCO, 2014); anche Wardrop, Zhang, Rau, Gray (2015) qualificano il *marketplace lending* un fenomeno essenzialmente "domestico". Sebbene la potenzialità dei *lending marketplace* sia quella di agevolare l'incontro tra *crowd-borrower* e *crowd-investor* senza incontro fisico dei soggetti coinvolti, il vantaggio tecnologico resta quindi non ancora pienamente sfruttato in termini di operatività *cross-border*. Le poche piattaforme che oggi operano a livello transfrontaliero tendono a limitare l'operatività in poche aree geografiche e a concentrarsi nei mercati in cui è più facile reperire risorse e dati da terze parti.

Al di là di evidenti ragioni legate a **profili regolatori** che hanno spinto di recente la Commissione Europea a formulare una Proposta di Regolamento per creare un quadro giuridico armonizzato teso ad agevolare l'operatività *cross-border* delle piattaforme (su cui v. *infra* §§ 10.7 e 11.2), una delle cause della dimensione prevalentemente domestica di queste ultime viene individuata in **problemi connessi all'attività di valutazione del merito creditizio** (su cui v. *infra* § 5) e, in particolare, nell'attività di monitoraggio successiva all'erogazione del credito che viene svolta direttamente o tramite società terze specializzate. Proprio con l'obiettivo di limitare il rischio di credito, le piattaforme prediligono, infatti, il contesto domestico. In particolare, sebbene le piattaforme operino con il *client segregated account model*, esse sono indotte a gestire in maniera efficiente la fase di selezione dei *crowd-borrower* e la fase di monitoraggio dei crediti al fine di preservare la fiducia degli utenti e la stabilità del *business*. In questa prospettiva, ben si comprende come l'operatività *cross-border*, a fronte di un potenziale, notevole ampliamento della sfera di utenti e del relativo volume d'affari, renderebbe assai più complessa l'attività di *monitoring* e *screening* (anche semplicemente per problemi linguistici).

Le poche piattaforme che dichiarano di essere aperte agli investitori non domestici spesso si rivolgono ai soli investitori istituzionali o ai cosiddetti *expat*, ovvero soggetti che possiedono un conto corrente presso una banca nazionale e un documento identificativo nel medesimo paese (e ciò anche per il rispetto delle norme anti-riciclaggio, su cui v. *infra* § 8.5).

I benefici dell'operatività *cross-border* per i *crowd-investor* sono, peraltro, indiscussi e possono sintetizzarsi in una maggiore diversificazione dell'investimento, in un miglior rapporto rischio-rendimento (talvolta soltanto percepito) e/o

nell'opportunità di gestire gli investimenti in maniera più evoluta grazie ai servizi aggiuntivi messi a disposizione dalla piattaforma. Tuttavia, i *crowd-investor* internazionali sono soggetti alle fluttuazioni del rischio di cambio che possono influenzare il rendimento *ex-post* dell'investimento.

La piattaforma Bondora (ex IsePankur), oltre ad essere stata la prima piattaforma di *marketplace lending* attiva in Scandinavia, è stata anche tra le prime piattaforme ad aprire l'operatività ad investitori residenti in area UE. A seguire anche altre piattaforme lettoni (Lenndy, Lwino, Mintos, Robocash, Vialinvest, Viventor, etc) hanno reso possibile l'investimento da parte degli investitori europei.

4.1.6 Meccanismi di allocazione delle somme e remunerazione dei *crowd-investor*

Con riferimento al meccanismo di allocazione delle somme oggetto di finanziamento-investimento, ossia alle modalità con le quali il *crowd-investor* può selezionare il soggetto da finanziare, si distinguono due differenti tipologie: (i) la scelta è lasciata alla piena discrezionalità dell'investitore (c.d. *lender choice*); (ii) la scelta avviene sulla base di un algoritmo-proprietario della piattaforma (c.d. *automatic diversification* o *autobid*).

Con la modalità *lender choice*, il *crowd-investor* seleziona direttamente il *crowd-borrower* che intende finanziare sulla base delle informazioni che la piattaforma (e il *crowd-borrower*) rendono disponibili. Questa modalità dà per presupposto che i singoli *crowd-investor* abbiano le competenze e il tempo necessario per utilizzare le informazioni sui soggetti da finanziare e dunque valutarne il rischio di credito. Considerato che i *crowd-borrower*, per motivi di *privacy*, non sono identificabili direttamente, e le piattaforme generalmente forniscono una propria valutazione sul merito creditizio del soggetto prestatore, ciascun *crowd-investor* decide quale richiesta finanziare sulla base delle caratteristiche oggettive dei prestiti proposti (rischio di credito, durata, tasso di interesse, ammontare, eventuali garanzie e modalità di rimborso anticipato) e, quando disponibili, caratteristiche soggettive del richiedente (sesso, età, professione, città di residenza e finalità della richiesta di prestito).

Con la seconda modalità, definita di *automatic diversification* - che costituisce il modello più diffuso tra le piattaforme per prestiti ai privati nel Regno Unito - la piattaforma ripartisce, invece, i fondi messi a disposizione dal singolo *crowd-investor* fra più richiedenti mediante l'impiego di un algoritmo che tiene conto delle caratteristiche delle richieste di finanziamento e dei richiedenti, da un lato, e delle preference espresse dal *crowd-investor* in termini di rischio, rendimento e maturità, in modo da diversificare l'investimento. Pertanto, con l'*automatic diversification* il *crowd-investor* non ha la possibilità di scegliere i *crowd-borrower* da finanziare ma finanzia simultaneamente, attraverso una modalità unica assicurata dalla piattaforma, più soggetti ricompresi nel portafoglio di credito oggetto d'investimento. La piattaforma sembra così rendersi *manufacturer* di portafogli di credito diversificati. Per compensare la suddetta limitazione nella scelta dei *crowd-borrower*, i crediti dei *crowd-investor* sono protetti con un fondo di salvaguardia

destinato a coprire eventuali perdite fino a capienza del fondo (non si tratta quindi di una garanzia in senso tecnico ma solo di un rafforzamento della posizione del creditore).

Alcune piattaforme prevedono entrambe le modalità di allocazione lasciando libertà di scelta al *crowd-investor*, cui viene però suggerito di procedere anche in caso di *lender choice* ad una opportuna diversificazione del portafoglio crediti.

Dal meccanismo di allocazione adottato dalla piattaforma consegue lo schema di remunerazione scelto dalla medesima che definisce parallelamente il tasso di interesse passivo da applicare al *crowd-borrower* e il tasso d'interesse attivo (medio-ponderato in relazione ai finanziamenti che costituiscono il "*basket*" creditizio) per il *crowd-investor*. Il tasso di interesse attivo per il *crowd-investor* può essere definito tramite asta oppure fissato periodicamente dalla piattaforma.

La procedura ad asta si concretizza in tre fasi. In una prima fase la piattaforma, considerate le caratteristiche del finanziamento e del *borrower*, suggerisce un tasso d'interesse di riferimento oppure è lo stesso *borrower* a dichiarare il tasso d'interesse massimo disposto a pagare per ottenere il finanziamento. In una seconda fase, i *lender* interessati a finanziare quel *borrower* rispondono alla domanda di credito del *borrower* formulando una proposta di acquisto di una determinata quota di finanziamento e dichiarando il tasso d'interesse minimo che sono disposti ad accettare come rendimento dell'investimento. Una volta raggiunto l'ammontare richiesto dal *borrower*, la piattaforma avvia l'ultima fase di asta che segue le modalità di asta definite in dettaglio da ciascuna piattaforma. L'asta³⁷ era il metodo di definizione dei tassi più diffuso qualche anno fa, ma è stato progressivamente

37 Nel *marketplace lending* si utilizzano le aste a valor comune in quanto il tipo di bene oggetto dell'asta ha essenzialmente lo stesso valore per i partecipanti all'asta (a differenza di quanto avviene per le opere d'arte in cui i partecipanti associano un valore tendenzialmente molto diverso). Le aste più comunemente usate sono: l'asta marginale, l'asta inglese e l'asta olandese. L'asta marginale prevede che il *crowd-borrower* paghi una media dei tassi offerti, ponderata per le rispettive quantità, e rappresenta tuttora la tipologia di asta più utilizzata dai *lending marketplace*. L'"asta inglese" è così definita, in quanto è utilizzata dalle note case d'asta inglesi (Sotheby's e Christie's). I *lending marketplace* che utilizzano tale asta definiscono un tasso d'interesse di riserva ossia il tasso d'interesse massimo da riconoscere ai *crowd-investor*. I *crowd-investor* competendo tra di loro, offriranno tassi d'interesse più bassi, con dei ribassi multipli del tasso di variazione indicato dalla piattaforma stessa. Quando l'offerta di denaro è pari a quella richiesta dal *crowd-borrower* e nessun *crowd-investor* è disposto a ridurre ulteriormente il tasso d'interesse allora l'asta si chiude e il *crowd-borrower* otterrà il prestito dai *crowd-investor* che avranno offerto il proprio denaro al tasso d'interesse più basso. Al contrario, le piattaforme *marketplace lending* che utilizzano l'asta olandese definiscono un tasso d'interesse molto basso ossia il tasso d'interesse minimo da riconoscere ai *crowd-investor*. E questo viene alzato lentamente finché i *crowd-investor* non offriranno una somma di denaro pari a quella richiesta dal *crowd-borrower*. È definita "asta olandese" in quanto è stata storicamente utilizzata in Olanda per la vendita dei tulipani. Per maggiori informazioni riguardo ai meccanismi d'asta adottati dai *lending marketplace* si veda Franks et al. (2016) e Liskovich e Shaton (2017).

Il *mechanism design* delle aste rappresenta uno dei campi di studio più affascinanti della teoria dei giochi e hanno avuto uno sviluppo notevole dopo la prima crisi dell'OPEC, quando il Governo USA ha deciso di vendere all'asta i diritti di perforazione per nuovi pozzi petroliferi. Più recentemente è stato di interesse per la necessità di privatizzare le imprese pubbliche e le assegnazioni delle frequenze e delle quote di emissione dei gas a effetto serra (Protocollo di Kyoto). È noto in letteratura che le aste possono soffrire di problemi di collusione o altre manipolazioni e che i vincitori delle aste, precedentemente definite, sono affetti della cosiddetta "maledizione del vincitore" ossia i vincitori che da un lato si aggiudicano il bene oggetto dell'asta ma per farlo in media hanno sovrastimato l'oggetto dell'asta e dunque lo pagheranno ad un prezzo superiore rispetto al valore effettivo del bene (nel nostro caso i *crowd-investor* riceveranno un tasso d'interesse inferiore rispetto a quello al tasso mercato).

abbandonato dalla maggior parte delle piattaforme in quanto ritenuto troppo complesso, nonché molto dispendioso in termini di tempo per *crowd-borrower* e *crowd-lender* (Franks et al. 2018; Vallee e Zeng 2018; Wei e Lin 2016).

Un altro modo di definire lo schema di remunerazione vede la piattaforma fissare periodicamente (in genere giornalmente) il tasso d'interesse sulla base del *rating* del *crowd-borrower*, considerata la tipologia e la durata del prestito. Con questa modalità *crowd-borrower* con le medesime caratteristiche ottengono il prestito al medesimo tasso d'interesse passivo. Parallelamente, il *crowd-investor* può selezionare quali *crowd-borrower* finanziare (*lender choice*) e per quale importo conoscendo *ex-ante* il tasso d'interesse attivo. Quasi sempre le piattaforme che adottano questo modello consentono ai *crowd-investor* di optare per una ripartizione automatica (*automatic diversification* o "*autobid*") del proprio investimento. In questo caso i *crowd-investor* indicano il profilo rischio-rendimento, la durata e l'ammontare complessivo del finanziamento, che viene poi suddiviso dalla piattaforma su più richiedenti. Questa modalità operativa è la più diffusa negli USA e nel Regno Unito, nonché quella prevalente per i prestiti alle PMI.

Tra i *lending marketplace* rivolti al segmento privati, più del 95% negli Stati Uniti e del 75% in Europa usano la modalità di allocazione dell'*automatic diversification* (o *autobid*) (Ziegler et al. 2018; Ziegler et al. 2017; Baeck et al. 2016).

Nei casi, infine, in cui la piattaforma eroga finanziamenti avvalendosi di un fondo d'investimento, la medesima stabilirà periodicamente il tasso di interesse passivo per ciascuna classe di *rating*. Il rendimento percepito dai *crowd-investor* - sottoscrittori delle quote del fondo, talvolta anche quotato in borsa - dipende, invece, dalla valorizzazione del patrimonio del fondo e dunque anche dai tassi di insolvenza. Questo modello di allocazione è stato adottato da alcune piattaforme francesi per superare il quadro regolamentare stringente (es. Younited Credit, Lendix - ora denominata October).

4.1.7 Forme di protezione per il finanziatore (prestiti *unsecured*, *protected* o *secured*)

I *lending marketplace* trattano una limitata gamma di finanziamenti tramite operazioni altamente standardizzate. Sin dall'origine, le piattaforme di consumer-lending marketplace forniscono prestiti a breve e medio termine, a scadenza fissa (in genere non superiore ai 5 anni) e non assistiti da garanzie (cd. *unsecured*). Più in dettaglio, le piattaforme *unsecured* non forniscono alcuna protezione al *crowd-investor* che sopporta interamente il rischio di credito del *crowd-borrower*, con la sola attenuazione introdotta da alcune piattaforme attraverso la previsione di un *cap*, ossia di un importo massimo finanziabile da ciascun *lender* in ciascuna operazione.

Di recente, per aumentare i volumi dell'attività (in termini di numerosità dei *lender* e di finanziamenti erogati), le piattaforme hanno iniziato, però, a differenziarsi introducendo meccanismi di protezione in favore dei *crowd-investor*. In questa prospettiva, tra le piattaforme europee si riscontra la tendenza ad istituire forme di

parziale mutualizzazione delle perdite, che restano a carico della comunità virtuale o gruppo cui appartengono i *lender* che hanno subito il *default*. Proprio per rispondere a un'esigenza di tutela dei piccoli investitori, alcune piattaforme (ad esempio, RebuildingSociety e YouAngel) hanno predisposto un fondo di salvaguardia utilizzabile dal gestore della piattaforma in maniera discrezionale, al fine di coprire almeno parzialmente talune perdite altrimenti sopportate per intero dai *crowd-investor*.

Ad un livello superiore di protezione offerta si trovano le *protected platform*, ossia le piattaforme che hanno istituito al loro interno un apposito fondo di salvaguardia (altrimenti noto, con il termine fondo di svalutazione crediti) cui il finanziatore può accedere in caso di mancato pagamento di una o più rate da parte del soggetto finanziato. La dimensione di tale fondo è determinata sulla base delle perdite attese. Il fondo viene alimentato da commissioni aggiuntive pagate dai *crowd-borrower* e/o dai *crowd-investor* e gestito da una società terza. A differenza delle *unsecured platform*, il fondo di salvaguardia interviene ogni qual volta il *crowd-investor* sopporta una perdita derivante dal mancato pagamento delle rate da parte del *crowd-borrower*. Come anticipato nel paragrafo precedente, spesso le piattaforme che adoperano l'*automatic diversification*, per compensare la limitazione nella scelta dei *crowd-borrower* da parte dei *crowd-investor*, offrono investimenti protetti da un fondo di salvaguardia destinato a coprire eventuali perdite attese fino a capienza. L'esistenza del fondo di salvaguardia permette ai *crowd-investor* di usufruire anche di un vantaggio di tipo fiscale, in quanto i medesimi saranno tenuti a pagare le tasse sul guadagno in conto capitale effettivo e non sui crediti deteriorati.

Altre piattaforme (*secured platform*), tra cui la nota Bondora, prevedono che il *borrower* fornisca garanzie in senso tecnico (reali o personali) a supporto della richiesta di finanziamento e dunque la protezione per il *crowd-investor* è superiore (per converso la rischiosità è inferiore) rispetto alle altre due categorie di piattaforme. Il *crowd-investor* infatti in caso di insolvenza da parte dei *crowd-borrower* potrà utilizzare la garanzie per soddisfare il suo interesse alla restituzione di quanto versato. I *lending marketplace* che più richiedono ai *crowd-borrower* il rilascio di garanzie sono quelle specializzate nei prestiti immobiliari (es. Borro³⁸), e/o nel fornire finanziamenti alle PMI (es. Thincats nel Regno Unito).

Da ultimo, è importante notare che alcune piattaforme (tra cui Wellesley) partecipano con capitale proprio ai prestiti da loro facilitati come segnale diretto agli utenti-investitori di "qualità" delle proposte d'investimento ammesse. In questo caso la piattaforma si considera *unsecured* e dunque non fornisce alcuna protezione dal rischio di credito al *crowd-investor*, pur condividendo con gli altri *crowd-investor* il rischio medesimo. Tale scelta è finalizzata a rafforzare agli occhi dei *crowd-investor* la solidità dei modelli di rischio e di *business* che vengono impiegati.

38 Borro è una piattaforma di *marketplace lending* che opera nel Regno Unito e negli Stati Uniti e che permette ai *crowd-borrower* di fornire a garanzia del prestito non solo beni immobili, ma anche beni di lusso quali opere d'arte, gioielli, orologi, vini e macchine di altissimo valore.

4.1.8 *Screening*, altri servizi e schemi di remunerazione delle piattaforme

A fronte dei servizi resi dalla piattaforma agli utenti, è prevista la corresponsione di commissioni che possono essere *una tantum* o proporzionali all'ammontare finanziato. Le commissioni per il gestore saranno tanto più alte quanto maggiore è il coinvolgimento della piattaforma nella fase di *screening*, in quella di *rating* e nella gestione dei flussi di pagamento.

Nella fase di *screening* le piattaforme acquisiscono informazioni dai potenziali *borrower* – identità, reddito (nel caso di famiglie), bilancio (nel caso di SME) – e le verificano. Il grado di accuratezza di queste verifiche può, tuttavia, variare in modo significativo da piattaforma a piattaforma e da giurisdizione a giurisdizione. Solo pochi Stati, infatti, hanno una regolamentazione specifica del *marketplace lending* che impone il rispetto di standard minimi per quanto riguarda la *due diligence* del richiedente (sul punto v. *infra* § 10).

In aggiunta alle informazioni provenienti direttamente dai *crowd-borrower*, per valutare il merito di credito dei clienti (fase di *rating*) le piattaforme utilizzano anche una notevole quantità di informazioni provenienti da altre fonti (*credit bureau* ma anche dati reperibili su internet, in particolare le informazioni provenienti dai *social media* o quelle fornite da società di commercio on-line). La maggior parte dei *lending marketplace* ammette solamente soggetti caratterizzati da un solido merito creditizio, ma alcune di esse stanno espandendo la loro offerta anche a soggetti marginali con un effetto di inclusione finanziaria (sulla valutazione del merito creditizio da parte delle piattaforme, cfr. § 5).

A fronte dell'attività svolta dalle piattaforme il *compenso* può venire corrisposto sia dal *crowd-borrower* che dal *crowd-investor*. Il compenso a carico del *crowd-borrower* in genere si compone di tre commissioni: i) l'*application fee*, ossia l'equivalente delle spese di istruttoria, in genere di importo fisso e da pagare al momento della richiesta del finanziamento indipendentemente dal successivo esito della medesima; ii) l'*origination fee*, variabile in funzione della rischiosità del prestito (sia di tipo *una tantum* che proporzionale all'ammontare finanziato, con una prevalenza del secondo tipo all'aumentare dell'ammontare richiesto); iii) le *service fee*, ovvero commissioni amministrative periodiche pagate, in genere annualmente, per il servizio amministrativo svolto per la gestione delle rate. A carico del *crowd-lender*, troviamo invece commissioni amministrative (anche in questo caso pagate per la gestione delle rate) e un compenso in funzione dei servizi usufruiti. Alcune piattaforme prevedono, inoltre, commissioni aggiuntive nel caso in cui il *lender* intenda smobilizzare il portafoglio prestiti prima della scadenza.

Qualora la piattaforma si avvalga di una società terza per l'esecuzione di uno o più dei summenzionati servizi, vi sarà la retrocessione di ulteriori commissioni.

Un'altra fonte di ricavi per i *lending marketplace* è rappresentata dall'offerta di servizi "*white-label*" alle banche o altri intermediari finanziari. I servizi tipicamente acquistati dalle piattaforme sono l'utilizzo dei modelli di rischio di credito di specifiche categorie di *borrower* e/o l'utilizzo di *software* che permettono la

collezione, l'elaborazione e la gestione di numerosi documenti informativi (S&P Global Market Intelligence 2018).

4.1.9 L'evoluzione degli assetti organizzativi dei *lending marketplace*: le forme di liquidazione anticipata

Il *marketplace lending* ha permesso alle famiglie e agli investitori istituzionali di investire direttamente in una "nuova" classe di attività (i prestiti personali e alle SME) che fino ad oggi poteva costituire oggetto di investimento solo in via indiretta, vale a dire per mezzo di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione (o per mezzo di quote di fondi di investimento). E ciò ha consentito ai *crowd-investor*, almeno in linea di principio, una maggiore diversificazione del portafoglio e una migliore gestione del rischio, senza sostenere i costi derivanti dal processo di cartolarizzazione. D'altro canto, però, l'investimento dei *crowd-investor* è apparso, almeno in origine, connotato da scarsa liquidità e tale caratteristica è stata percepita come un freno allo sviluppo di questo tipo di mercato.

Di conseguenza, e al fine di aumentare la capacità d'intermediare "finanziamenti alternativi" e, dunque, di migliorare il margine di intermediazione, i *lending marketplace* hanno nel corso degli anni cambiato il *business model*, riducendo la durata del singolo credito rispetto alla durata del prestito erogato, in modo da incrementare la liquidabilità della posizione dei *crowd-investor*.

Alcune piattaforme hanno iniziato ad offrire la possibilità ai *crowd-investor* di cedere il contratto di finanziamento a terzi utenti della piattaforma, consentendo dunque di liquidare il credito prima della sua scadenza naturale. Questo circuito di cessione di contratti di finanziamento già in essere è assimilabile ad un mercato secondario di "prodotti finanziari" appositamente creato e gestito dalla piattaforma stessa. La presenza di questi "meccanismi" di liquidazione anticipata dell'investimento originario mediante cessione a terzi del relativo contratto è volto ad accrescere l'appetibilità dell'investimento medesimo, e, dunque, il costo per i *crowd-borrower*.

Il primo mercato secondario è stato organizzato dalla piattaforma Prosper nel 2009 ma è stato chiuso lo scorso ottobre 2016 a causa della ridotta domanda da parte di potenziali *lender* interessati a subentrare nei crediti. La piattaforma Prestiamoci ha avviato nel settembre 2016 il proprio mercato secondario con regole restrittive che permettono la vendita anticipata del credito solo nei casi in cui il prestito sia pressoché regolare in termini di rate rimborsate. Al contrario, Blender.loans consente ai *crowd-investor* di cedere ed acquistare tutti i crediti in proprio possesso. Il *crowd-investor* può decidere di vendere i suoi prestiti ad altri prestatori che intendano acquistarli a condizione che un altro *lender* sia disposto ad acquistarlo.

Ben presto, dato il coinvolgimento sempre maggiore di investitori istituzionali, al fine della possibile liquidazione anticipata del credito, si è cominciato ad orientarsi verso le cartolarizzazioni nonché ricorrere ai fondi d'investimento alternativi. Entrambe le soluzioni menzionate permettono una valorizzazione all'"ingrosso" dei prestiti erogati e dunque anche un minor costo di gestione sia per la

piattaforma sia per i *crowd-investor* che acquistano quote del portafoglio prestiti dalla piattaforma.

Per quanto concerne l'attività di **cartolarizzazione** dei crediti erogati, la piattaforma, nel ruolo di *originator* dei rapporti di credito realizzati per suo tramite, trasferisce i medesimi ad uno *Special Purpose Vehicle* (SPV), che riscuoterà le rate di rimborso dai *crowd-borrower*. La SPV per finanziarsi emette a sua volta titoli di debito che vengono sottoscritti da investitori professionali. In altri termini, la piattaforma di *marketplace lending* tramite SPV "trasforma" i crediti, per definizione illiquidi, in titoli di debito, dunque attività liquide, secondo una pluralità di *tranches* (a ciascuna delle quali viene attribuito un diverso *rating*), destinate agli investitori istituzionali.

I *lending marketplace* che operano con il modello "*notary model*" hanno iniziato per prime l'attività di cartolarizzazione, in quanto l'emissione delle *notes* permette di realizzare in tempi più rapidi l'intero processo.

La prima cartolarizzazione del settore è stata effettuata da LendingClub³⁹ nel settembre 2013 ed è stata interamente sottoscritta da Eaglewood Capital. Le prime cartolarizzazioni sono state sottoscritte tramite *private placement*, ma, considerato l'elevato interesse del mercato obbligazionario, le piattaforme di *marketplace lending* hanno richiesto alle società di *rating* di valutare le *tranche* dei prestiti per il collocamento sul mercato. Secondo PeerIQ fino a dicembre 2017 negli Stati Uniti sono state effettuate 108 operazioni di cartolarizzazione per un equivalente in titoli di 28,8 miliardi di dollari.

La piattaforma britannica Funding Circle, ad aprile 2016, ha organizzato la prima cartolarizzazione europea di prestiti *marketplace*. L'operazione di cartolarizzazione ha beneficiato della garanzia del Fondo Europeo per gli investimenti sulle *tranche senior*. A sottoscrivere i titoli derivanti dalla cartolarizzazione è stata *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (nota con l'acronimo KfW), l'equivalente tedesco della nostra Cassa Depositi e Prestiti).

Secondo il *Department of the Treasury* statunitense, nel 2017 sono state effettuate investimenti tramite cartolarizzazioni di prestiti erogati da *lending marketplace* per circa 13 miliardi di dollari.

La sempre maggiore presenza, tra i soggetti interessati al *marketplace lending*, anche di investitori istituzionali e/o qualificati disposti ad impegnare importanti somme di denaro ha portato allo sviluppo di un'ulteriore variante del fenomeno. Gli investitori, invece di finanziare direttamente i *crowd-borrower* attraverso la piattaforma assumendo il ruolo di *crowd-lender*, hanno cominciato a sottoscrivere quote di **fondi d'investimento** specializzati in prestiti facilitati da *lending marketplace*. In questo caso, l'investitore sarà titolare di una quota del fondo d'investimento mentre sarà la società di *asset management* ad assumere il ruolo di *lender*.

39 LendingClub ha collocato con enorme successo la sua prima cartolarizzazione nell'agosto 2015, dopo solo otto mesi dalla sua quotazione nel New York Stock Exchange. Ma a maggio 2016, un'indagine interna alla società ha rilevato delle irregolarità in una tranche di prestiti di 22 milioni di dollari. In particolare, alcuni prestiti della *tranche* sono risultati non conformi ai criteri fissati dalla banca d'affari americana Jeffries nel ruolo di acquirente. Sebbene LendingClub ha subito riacquisito da Jeffries la tranche di titoli contestata, la vicenda ha provocato un danno reputazione con conseguente crollo del titolo in Borsa.

I fondi di investimento possono essere "captive", se istituiti e gestiti direttamente dalla piattaforma (che naturalmente deve essere un soggetto autorizzato alla gestione collettiva), o "indipendenti", se istituiti e gestiti da società di *asset management* terze rispetto alla piattaforma. Alcune piattaforme di *marketplace lending* statunitensi hanno istituito fondi d'investimento *captive* per stabilizzare l'*origination* dei prestiti nella piattaforma e dunque garantirsi il margine commissionale che garantisce la solidità finanziaria della piattaforma stessa. I fondi di *marketplace lending* indipendenti possono acquistare direttamente i prestiti tramite la piattaforma oppure acquistare quote di fondi, in genere *captive*; in tal caso il sottoscrittore sarà in possesso di una quota di un fondo di fondi *marketplace lending*.

Nel novembre del 2015 la piattaforma britannica Funding Circle, ha lanciato il primo fondo di investimento, Funding Circle SME Income Fund, con l'obiettivo di finanziare piccole imprese in UK, Europa e Stati Uniti. Il fondo ha raccolto in pochi giorni 150 milioni di sterline da parte di investitori istituzionali.

La piattaforma Lendix (ora rinominata October) Italia, facente parte del gruppo francese Lendix (October) SA che opera anche in Francia e in Spagna, lo scorso luglio 2017 ha creato un fondo comune d'investimento "alternativo" con il contributo della Banca Europea per gli Investimenti (BEI). La BEI attraverso il Fondo Europeo per gli investimenti (FEI) ha stanziato 18,5 milioni di euro nel fondo creato da Lendix SA al fine di aumentare le risorse di finanziamento a disposizione della piattaforma per le micro e Piccole e Medie Imprese europee. Il contributo della BEI è mirato ad attrarre altri investitori nel settore al fine di ampliare l'offerta di finanziamenti per le PMI tramite la piattaforma Lendix (October). October finora ha erogato prestiti per 150 milioni di euro alle imprese francesi, italiane e spagnole con i fondi provenienti oltre che dalla BEI e da privati anche da investitori istituzionali rilevanti quali Bpifrance, CNP Assurances, Groupama, Zencap AM (gruppo OFI), Matmut e il fondo "Prêtons Ensemble" (Lending Together) gestito da Eiffel Investment Group.

Secondo Deloitte, i fondi di *direct lending* in Europa hanno erogato nel 2016 crediti per 13 miliardi di euro alle imprese europee, ma secondo PreqIn le potenzialità di tali fondi potrebbero raggiungere i 54 miliardi di euro.

In Italia, quattro noti investitori istituzionali (Anima sgr, Anthilia Capital Partners sgr, BG Fund Management Luxembourg SA e Tikehau Capital), tramite fondi aperti (utilizzando la quota destinata agli *asset illiquidi*) o fondi chiusi, sottoscriveranno a cadenza quindicinale i titoli derivanti dalla cartolarizzazione di fatture messe in vendita sulla piattaforma di Credimi.

4.2 Dimensioni del *marketplace lending*

F. Lenoci

4.2.1 Qualche considerazione di scenario

Il trend di crescita del fenomeno

Partito nel 2005, in Gran Bretagna, grazie a Zopa Ltd⁴⁰, già nel 2006 il *marketplace lending* ha fatto la sua comparsa anche oltreoceano con Lending Club e, un anno più tardi, la presenza dei *lending marketplace* è stata rafforzata con l'americana OnDeck. Inoltre, con Funding Circle, nata a Londra nel 2010, la possibilità di finanziarsi attraverso una rete di investitori privati è stata offerta per la prima volta anche alle piccole e medie imprese.

Dopo un rapido sviluppo negli Stati Uniti e nel Regno Unito, le piattaforme di finanziamento on-line hanno preso piede anche nell'Europa continentale (Lendix, nata nel 2015 in Francia, registra a luglio 2018 un erogato di circa 200 milioni di euro per i finanziamenti alle piccole e medie imprese) e nel giro di pochi anni, anche per effetto della crisi finanziaria del 2008, i *lending marketplace* hanno visto crescere in modo molto rapido i loro volumi. Tra il 2008 e il 2017, tale modello ha registrato tassi medi di crescita dei volumi del 35% su base annua a livello mondiale - i maggiori tassi di crescita si riferiscono ai paesi asiatici e al Regno Unito (KPMG 2017) - e appare in grado di catalizzare ingenti risorse. Ad oggi sono oltre 40 le piattaforme di *lending-based crowdfunding* attive nel mondo e i paesi in cui il *marketplace lending* è più diffuso sono la Cina, il Regno Unito e gli USA.

Ad uno sguardo più attento si può osservare però che non si tratta di una crescita omogenea a livello mondiale: a fronte di ambiti geografici in cui il fenomeno può considerarsi già in fase di avanzato sviluppo (con tassi di crescita, specie nel biennio 2016-2018, in termini di volumi o numero di prestiti erogati che hanno raggiunto anche il 200%), ve ne sono altri, invece, in cui esso stenta ancora a partire. Nell'insieme, comunque, i *lending marketplace* appaiono oggi una realtà non più trascurabile, potenzialmente in grado di erodere quote di mercato di un settore, come quello del credito, in passato considerato stabile e dominato dalla presenza degli istituti bancari. Proprio a tale attitudine espansiva si deve la crescente attenzione suscitata a più livelli, negli ultimi anni, dal *marketplace lending*, nonostante, in termini di volumi complessivi, il fenomeno possa ancora considerarsi di nicchia.

Le modalità di sviluppo del *marketplace lending* sembrano spiegabili sulla base di differenti fattori che si ritiene opportuno analizzare brevemente prima di addentrarsi nella descrizione dei volumi a livello internazionale, sia per potere offrire una migliore lettura dei dati quantitativi sia per formulare qualche previsione attendibile in ordine alle dinamiche evolutive del fenomeno anche con riguardo alle reazioni degli *incumbent*. A questo scopo, non sono sufficienti, infatti, i soli dati sui

⁴⁰ Zopa è la piattaforma di P2P lending più antica nel mondo e la più grande in Europa avendo prestato ad oggi 700 milioni di sterline. Zopa è stata fondata a Londra nel 2005 ed è supportata da Benchmark Capital e Wellington Partners.

volumi delle transazioni eseguite per il tramite delle piattaforme, bensì occorre un confronto con l'andamento dei prestiti bancari, da cui comprendere la reale capacità degli *entrant* di soddisfare richieste di finanziamento non pervenute o non accolte (volutamente) dalle banche (nel contesto del dibattito corrente riguardante la possibilità di accesso al credito concessa dalle piattaforme ai clienti definiti "non-bancabili"). Se i prestiti bancari non si riducono, le nuove piattaforme non sottraggono la clientela ai tradizionali istituti di credito (*predation*, in gergo) ma vanno ad ampliare la "torta" dei finanziamenti da fonti esterne. Al contrario, invece, se i servizi offerti dalle piattaforme generano una redistribuzione delle quote di mercato tra le banche e i *lending marketplace*, ne possono derivare conseguenze positive (poiché una maggiore competizione nel settore consente una riduzione nel costo del credito per i potenziali *borrower*) ma anche negative (qualora la presenza delle *lending marketplace* assumesse dimensioni tali da minare il posizionamento delle banche sul mercato del credito e, soprattutto, potesse avere ripercussioni in punto di stabilità finanziaria).

Dopo una sintetica analisi delle ragioni di diffusione delle piattaforme e di alcune connesse questioni aperte in tema di minacce e opportunità per gli *incumbent*, nelle pagine successive si cercherà di fornire una fotografia del *marketplace lending* in comparazione con altre forme di *crowdfunding*, a livello sia mondiale sia europeo. In particolare, ove possibile, si descriveranno le dimensioni del fenomeno in termini di numero di piattaforme attive, volumi, tassi di crescita dell'erogato, numero di progetti finanziati a livello aggregato e presenza *cross-border* delle piattaforme per le principali economie (§ 4.2.2). Seguirà poi un *focus* sui dati relativi al mercato europeo continentale, Gran Bretagna e Stati Uniti, con indicazione del grado di concentrazione e concorrenza (§ 4.2.3). Ad un'analisi più dettagliata di caratteristiche e statistiche descrittive delle piattaforme operanti in Italia sarà riservato, infine, l'intero § 6.

I principali fattori di diffusione dei lending marketplace

Un'analisi dei principali fattori dello sviluppo dei *lending marketplace* non può prescindere da quanto accaduto, a livello internazionale, nel settore bancario per effetto della crisi finanziaria del 2008. In quest'ottica, va innanzitutto ricordata la ben nota necessità per le banche di creare riserve di liquidità e di soddisfare i vincoli di capitale sempre più restrittivi imposti da Basilea III, al contempo rivedendo la loro offerta di credito (Jiménez et al. 2017) attraverso l'introduzione di requisiti maggiormente stringenti per la concessione dei finanziamenti e l'inasprimento dell'attività di *screening* (Kremp e Sevestre 2013). Inoltre, la riduzione del credito disponibile alle imprese ha ridotto significativamente gli investimenti delle stesse con impatti negativi per l'economia reale (Duchin et al., 2010). Va rammentata altresì un'erosione nei depositi che ha portato ad una riduzione delle fonti di finanziamento disponibili per le banche (Allen et al., 2014; Anginer et al., 2014; Berger e Turk-Ariss 2015). Di conseguenza, l'accrescimento del rischio complessivo percepito nel sistema si è riflesso in una progressiva, ma rapida riduzione dell'attività di prestito –*credit rationing*– operato dalle banche, trasformandosi per un periodo non breve in un vero

e proprio *credit crunch* (chiusura dell'offerta di credito) soprattutto con riguardo alle piccole e micro-imprese, con effetti negativi a cascata sulle condizioni di finanziamento per altri segmenti di clientela. Il circolo vizioso dato da rallentamento dell'economia, aumento delle sofferenze creditizie, minori finanziamenti bancari e minori investimenti delle imprese ha avuto un rilevante impatto sulla stabilità delle banche accompagnata da una crescente crisi di fiducia verso le stesse.

Con riguardo alla fiducia, senza dubbio quello fra i fattori cruciali dell'attività bancaria che più è stato messo in discussione dalla crisi del 2008, è interessante chiedersi che ruolo la medesima giochi rispetto all'innovazione tecnologica e ai *lending marketplace*. A questo proposito, l'analisi condotta congiuntamente da Ernst & Young e St. Gallen University (2016)⁴¹ indica la fiducia come la valuta del mercato finanziario (sono gli operatori che guadagnano fiducia ad attirare i clienti e a dominare il mercato) e sottolinea come la crisi di fiducia verso gli istituti bancari emersa negli anni recenti sia stata accompagnata dall'incremento di soggetti che attribuiscono un ruolo marginale al cosiddetto *relationship banking*. Basti considerare che i nativi digitali (conosciuti anche come *millennials*) sono diventati abbastanza "grandi" per essere potenziali clienti e mostrano una indubbia preferenza per i servizi tecnologici che capiscono e padroneggiano. Di conseguenza, servizi innovativi, semplici e veloci quali quelli offerti dalle *FinTech* nell'ambito dei servizi di pagamento costituiscono un'indubbia occasione di fidelizzazione del cliente verso le piattaforme, comprese quelle di *marketplace lending*.⁴² Allora, sebbene il fattore "fiducia" rimanga un elemento rilevante, ciò che è cambiato è l'oggetto: se per le banche era importante stabilire una relazione duratura e una certa vicinanza – anche fisica – con il cliente, le piattaforme *FinTech* hanno conquistato i clienti generando fiducia nei prodotti offerti⁴³.

Come è noto, la funzione principale esercitata dalle banche è la funzione allocativa, ovvero la concessione di credito a coloro che richiedono finanziamenti mediante le somme raccolte "a vista" (confidando nel fatto che i depositanti non richiedano congiuntamente nel breve termine il rimborso immediato dei depositi stessi). Le banche assumono così interamente il rischio dei finanziamenti, pur garantendo il rimborso a vista dei depositi. Tale rischiosità è mitigata, attraverso economie di scala, dalla

41 L'analisi si basa sulla discussione con dodici esperti di società finanziarie e *FinTech* svizzere e un sondaggio condotto su 400 consumatori svizzeri.

42 In effetti, i servizi di pagamento rappresentano prodotti *FinTech entry-level*, che consentono ai consumatori di non assumere un notevole rischio o impegno. I servizi di pagamento forniti dalle imprese *FinTech* sono anche parte integrante di molti siti di *e-commerce*, progettati per eliminare gli attriti e fidelizzare il cliente nella fase di acquisto. Una ricerca condotta nel 2015 su Australia, Canada, Hong Kong, Singapore, U.K. e U.S.A. mostra che, rispetto ai servizi di pagamento, al trasferimento di denaro e ai servizi assicurativi, l'attività di prestito è quella che ancora registra la minore diffusione (Imran *et al.* 2015).

43 Recenti analisi in materia mostrano, peraltro, una crescente fiducia verso le imprese *FinTech*. Per esempio, un recente rapporto KPMG (2017) mostra che il 63% dei clienti del settore bancario tradizionale si avvale anche di servizi erogati dalle società *FinTech*, mentre il 55% preferisce rivolgersi al *FinTech* piuttosto che ai canali tradizionali. Tale fiducia è accompagnata dall'evidenza empirica circa i gradi di utilizzo dei servizi e delle piattaforme *FinTech*, per il cui monitoraggio è già stato creato un indice: EY *FinTech Adoption Index*. Tale indice, nato nel 2015, rileva il grado di utilizzo dei servizi *FinTech* da parte dei clienti. Se nel 2015 un intervistato su 7 dichiarava di essere un utilizzatore attivo dei servizi *FinTech* (in generale), tale rapporto è sceso ad 1/3 nel 2017. Una ricerca condotta tra settembre e ottobre 2015 su 10.131 clienti digitali attivi in Australia, Canada, Hong Kong, Singapore, U.K. e U.S.A. mostra che il 15.5% degli stessi utilizza prodotti *FinTech* (con una crescita annuale attesa del 100%) e che tale percentuale sale al 40% per i clienti ad alto reddito (Imran *et al.* 2015).

loro capacità di costruire un portafoglio prestiti diversificato e di dotarsi di processi puntuali per la valutazione del merito di credito sia in fase di *screening* che in fase di *monitoring*. Indipendentemente dalla forma tecnica del finanziamento, un ruolo fondamentale nella valutazione del merito creditizio per ridurre le asimmetrie informative è rivestito dalla possibilità della banca di accedere ad un ampio ventaglio di informazioni (contenute anche nella Centrale dei Rischi) e di monitorare l'analisi andamentale del cliente in precedenti rapporti creditizi. Il rischio diretto assunto dalle banche nei confronti dei finanziamenti erogati ha forti implicazioni in termini di incentivi delle stesse ad effettuare una valutazione puntuale del merito di credito. Tale valutazione è per di più basata sulla valutazione del soggetto finanziato piuttosto che dell'oggetto del finanziamento: il ruolo fondamentale nella decisione di affidamento è così svolto dalla relazione creditizia banca-cliente, nota anche come *relationship lending*, e dalle garanzie prestate a fronte del finanziamento.

Al contrario, i *lending marketplace* non assumono il rischio diretto dei progetti finanziati limitandosi ad agevolare l'incontro tra richiedenti ed offerenti di fondi su una piattaforma (si parla in tal senso di *disintermediazione del credito*). Altro aspetto di sostanziale differenza fra banche e piattaforme si rinviene nel fatto che, tramite le seconde, viene proposto, quantomeno nella forma originaria del fenomeno, il finanziamento di un progetto piuttosto che di un soggetto (per ridurre le asimmetrie informative e favorire il senso di "tangibilità" della destinazione d'uso del finanziamento). Perno della valutazione del merito di credito non è più quindi la relazione con il cliente, quanto piuttosto la valutazione del *business plan* e la *disclosure* del progetto stesso. In tal modo i *lending marketplace* hanno operato una rivisitazione della valutazione del merito di credito, frazionando quella tradizionalmente operata dalle banche sul soggetto considerato nel suo complesso. Il finanziamento per progetto introduce, però, un nuovo elemento di rischiosità: la possibilità per i *crowd-borrower* di richiedere finanziamenti dello stesso progetto - o di diversi progetti - su piattaforme differenti (*distributed credit*) rende infatti difficile, in mancanza di accesso ad una fonte informativa che evidenzi la posizione debitoria complessiva dei prenditori di credito (per importi inferiori ad un certo ammontare), la valutazione per i potenziali investitori della capacità di rimborso del finanziamento. Si tratta di un problema ben noto nel contesto bancario (cui ci si riferisce con il termine di *multiple lending*)⁴⁴, ove è stato affrontato, a livello nazionale, introducendo l'obbligo di riportare in banche dati centralizzate informazioni relative a posizioni debitorie dei clienti superiori a date soglie.

Tra i fattori in grado di impattare le variabili strutturali alla base del processo del credito vi è poi, evidentemente, da considerare l'innovazione in termini di modelli operativi. Uno dei più rilevanti mutamenti verificatisi in ambito finanziario in connessione con la crisi è senz'altro la cartolarizzazione, che ha consentito alle banche di smobilizzare i crediti prima della loro naturale scadenza con implicazioni negative in termini di *adverse selection* dei soggetti da finanziare (Agarwal e Yavas 2009; Berndt e Gupta 2009; Keys *et al.* 2010). La possibilità di cessione del credito attraverso forme di cartolarizzazione sta influenzando anche la reazione degli *incumbent* rispetto al *marketplace lending*: a distanza di dieci anni dal passaggio delle banche dal modello *Originate To Hold* a quello *Originate To Distribute*, le medesime stanno mostrando interesse all'acquisto di crediti dai *lending marketplace*

44 Diversi sono i contributi scientifici presenti in letteratura che evidenziano la rischiosità a cui sono sottoposte le banche in presenza di *multiple-lending* (Foglia, Laviola, Reedtz 1998; Farinha e Santos 2000; Jappelli e Pagano, 2000; Carletti, Cerasi e Daltung, 2000; Bennardo, Pagano e Piccolo 2014).

(dal 2016 alcune piattaforme UK e US hanno già cominciato a sviluppare operazioni di cartolarizzazione dei propri crediti).

Pur se idonea a chiarire talune delle ragioni dell'affermarsi dei *lending marketplace* la descrizione sin qui svolta dell'influenza della crisi finanziaria sul settore bancario non consente tuttavia di trarre conclusioni univoche sull'impatto che tali piattaforme potrebbero in futuro avere rispetto agli intermediari finanziari tradizionali. Le prime potrebbero, infatti, generare una redistribuzione delle quote di mercato a scapito delle banche o piuttosto ampliare le tipologie di clientela per le quali è consentito l'accesso al credito. In quest'ultima prospettiva, può considerarsi, ad esempio, che essendo la continuità nei flussi di reddito uno dei requisiti fondamentali per l'ottenimento di un prestito tramite un istituto di credito, è probabile che le caratteristiche del mercato del lavoro attuale – caratterizzato da un maggior numero di contratti a breve termine – facciano confluire tali richieste verso la finanza alternativa.

In quest'ottica, e anche al fine di meglio comprendere il contesto all'interno del quale i *lending marketplace* si sono insediati, è bene allora prendere in considerazione anche altre ragioni di diffusione di tale fenomeno, distinguendo fra fattori che hanno influenzato la domanda di finanziamenti cosiddetti "alternativi" e fattori che hanno inciso, invece, sul lato dell'offerta.

Sul versante della domanda vi sono una serie di elementi di carattere sociale, così come tecnologico e congiunturale, che hanno rappresentato terreno fertile per l'ingresso nel mercato degli operatori *FinTech*, attraverso piattaforme in grado di offrire nuovi servizi a costi inferiori rispetto agli intermediari tradizionali. In particolare, il prestito tramite piattaforme ha ampliato l'offerta di finanziamenti, consentendo a famiglie e a SME di ottenere *funding* in modo più facile e veloce. Tra i fattori tecnologici in grado di influenzare la domanda di credito attraverso i *lending marketplace* si annoverano le minori commissioni, i tempi istruttori più celeri e, potenzialmente, i benefici sul *pricing* connessi alle nuove tecniche di valutazione del merito creditizio che, specie per le piccole e medie imprese, consentono una valutazione più puntuale della sostenibilità del debito. Anche la capacità di offrire prodotti accessori rispetto al mero credito – es. *mortgage lending* – potrebbe influenzare positivamente la capacità di attrarre nuova clientela (Younker 2017).

Tra i fattori che incidono, invece, sull'offerta di finanziamenti "alternativi" e che stanno alla base delle differenze in termini di diffusione dei *lending marketplace* su scala internazionale, va in primo luogo considerato il differente contesto economico-sociale dei territori di riferimento. Negli USA e nel Regno Unito, i due ambiti di maggior diffusione del *FinTech*, l'utilizzo delle nuove tecnologie è molto diffuso⁴⁵ e la consolidata tradizione nel campo dell'innovazione finanziaria ha consentito di poter contare su un'ampia disponibilità di personale altamente specializzato (sia nel campo delle nuove tecnologie che della finanza). È altresì importante sottolineare come le piattaforme si siano insediate nei contesti alle stesse più favorevoli sia per quanto concerne il grado di concorrenza, sia per quanto

45 I dati della Banca Mondiale (2017) indicano che oltre il 90 per cento della popolazione ha accesso a internet.

concerne l'orientamento verso un sistema non banco-centrico (Panetta 2017). La diffusione dei *lending marketplace* si è verificata, infatti, in modo più veloce nei paesi in cui l'accesso alle fonti di finanziamento non avveniva principalmente attraverso il canale bancario (c.d. *banking finance*) ma attraverso i mercati dei capitali (c.d. *market-based finance*), così come nei paesi in cui più forte era la presenza del *multiple-banking* a dispetto del *relationship banking* e in cui erano più diffusi i finanziamenti per cassa o a breve che non a medio-lungo termine.

Havrylchuk *et al.* (2018), in uno studio condotto sui dati forniti dalle due maggiori piattaforme di *lending* americane, mostrano che i *lending marketplace* hanno operato maggiormente nelle contee statunitensi poco servite da filiali bancarie. In controtendenza rispetto ai risultati attesi, dalla ricerca emerge inoltre che la presenza delle piattaforme suddette in una contea non dipende dall'apertura all'innovazione (misurata dal numero di brevetti pro-capite), né tantomeno dal grado di penetrazione di internet quanto dalla maggior densità della popolazione e da una maggior quota di popolazione giovane e istruita.

Secondo un recente studio (Bofondi 2017), inoltre, ad influenzare la diffusione dei *lending marketplace* in un paese non sarebbe solo la natura più o meno banco-centrica del sistema, ma anche l'articolazione tra le diverse forme tecniche dei finanziamenti bancari. Negli USA e nel Regno Unito il mercato del credito al consumo, in particolare quello erogato per mezzo di carte di credito a tassi particolarmente elevati, è molto sviluppato: di conseguenza, la maggior parte dei prestiti a famiglie erogati per mezzo dei *lending marketplace* è utilizzata per consolidare debiti già esistenti, sfruttando le migliori condizioni praticate dalle medesime. In linea con i risultati dello studio italiano, Jagtani *et al.* (2018), per il mercato statunitense, mostrano che i prestiti ottenuti dai *crowd-borrower* su una delle principali piattaforme sono finalizzati al consolidamento di debiti già esistenti ottenuti per il mezzo di carte di credito. Soprattutto nel Regno Unito, le piattaforme hanno anche beneficiato della presenza di un mercato dei prestiti alle PMI fortemente concentrato, poco concorrenziale e, dunque, limitativo dell'accesso al credito (House of Commons, Treasury Committee 2015). Per quanto riguarda il grado di concorrenza, è importante anche sottolineare come una maggiore competitività incentivi, sia le banche sia i *lending marketplace*, a differenziare la propria offerta per fidelizzare i clienti (con vantaggi in termini di efficienza nei prezzi).

Inoltre, sempre per quanto riguarda i fattori che influenzano l'offerta di credito da parte dei *lending marketplace*, va evidenziato che l'attività di queste ultime – che sono, in linea generale, *start-up* – è stata agevolata non solo dal costo sempre più basso della tecnologia ma anche dal capitale fornito da investitori non-tradizionali (tra cui *venture capitalist* e *angel funder*), nonché dal sostegno di alcuni governi intenzionati a promuovere concorrenza e innovazione nei servizi finanziari (EY 2015). Sebbene l'impatto di questo supporto sia difficile da quantificare, diverse sono state le iniziative in tal senso: dalla creazione di programmi specificamente volti a incentivare il *crowdfunding*, alla promozione di servizi e infrastrutture che facilitino l'insediamento sul mercato delle nuove piattaforme, grazie anche a campagne di informazione volte ad innalzare la consapevolezza degli operatori del mercato in

ordine alle opportunità offerte dall'innovazione. In tal senso, il governo danese, ad esempio, ha promosso, nel 2015, un'iniziativa finalizzata a chiarire le sfide in tema di regolamentazione che minacciavano la diffusione del *crowdfunding* (Denmark Ministry of Business and Growth 2015).

In conclusione, a pochi anni dalla nascita del *marketplace lending*, non può escludersi che i finanziamenti incanalati attraverso le piattaforme digitali rappresentino finanziamenti aggiuntivi rispetto a quelli intermediati dal sistema bancario. È ipotizzabile, cioè, che le piattaforme abbiano creato mercati prima inesistenti con uno sviluppo della domanda interamente in funzione dell'offerta. Tuttavia, l'evidenza empirica attuale pare anche evidenziare una certa incapacità o non volontà delle banche di assecondare le esigenze di finanziamento delle SME. Secondo il report SAFE (2016) la percentuale di SME che hanno presentato domanda di finanziamento e non hanno ottenuto l'intero importo richiesto sono il 30% in Europa nel 2016, con un certo grado di eterogeneità: sopra la media per Paesi Bassi (50%), Spagna (34%) e Italia (36%) e sotto la media per Germania (25%) e Francia (21%). Il co-fondatore e CEO di Funding Circle (la piattaforma anglosassone leader nel segmento dei prestiti alle SME), in occasione di un summit a Londra nel dicembre 2017, ha detto "*Banks really don't care about SMEs*" ("Alle banche non interessano le PMI"), volendo evidenziare come per le banche il finanziamento alle SME non sia considerato redditizio. I prestiti alle piccole e medie imprese rappresentano, infatti, una parte marginale dei bilanci bancari e il trend sembra inesorabilmente destinato a durare (P2P Lending Italia, 2018). In Germania, ad esempio, dove Funding Circle è entrata da pochi anni tramite l'acquisizione di un *player* locale e le potenzialità del mercato sono gigantesche, un sondaggio condotto nel 2016 presso un campione di SME tedesche aveva evidenziato come secondo il 27 per cento delle medesime le condizioni di accesso al credito fossero diventate più difficili nonostante la presenza nel Paese di circa 1.800 banche (P2P Lending, Amsterdam Summit 2017).

La reazione degli incumbent e le nuove sfide

Per completare questa breve analisi di scenario, pare opportuno svolgere ora qualche rapida considerazione relativa alle ripercussioni della presenza del *marketplace lending* sul settore bancario tradizionale.

McKinsey (2017), in un recente lavoro, ha misurato la perdita in termini di *performance* bancaria che i nuovi *entrant* hanno generato sugli *incumbent*. Innanzitutto, in tale lavoro si sostiene che la riduzione nei margini stia avvenendo in tempi più rapidi rispetto alle attese e che le aree maggiormente esposte siano quelle riguardanti il *customer relationship* e l'erosione dei margini per il segmento *retail*. Il fenomeno, inoltre, non mostra differenze geografiche particolarmente rilevanti: in Cina, per esempio, i margini di interesse si sono ridotti di 35 *basis point*, riducendo il ROE di 6,7 punti percentuali; negli USA il margine di interesse ha subito una riduzione di 46 *basis point* e una riduzione del ROE del 4,1%. Per quanto riguarda gli effetti sui prodotti di *customer relationship*, si prevede che le piattaforme FinTech avranno uno sviluppo maggiore su quei prodotti per i quali non è indispensabile il

vantaggio informativo della banca. Nonostante il lieve aumento dei tassi di interesse – derivanti dalla politica restrittiva attuata a partire dall'ultimo trimestre del 2017 dalla BCE – e le favorevoli condizioni di ripresa che potrebbero portare il ROE delle banche a raggiungere mediamente il 9,3 per cento nel 2025 (stime McKinsey 2017), se i clienti retail e corporate inizieranno ad usare le piattaforme digitali allo stesso modo in cui hanno adottato i servizi tech nel passato, in assenza di azioni mitigatrici, è prevista un'ulteriore riduzione del ROE di circa 400 *basis point* entro il 2025.

I principali punti di forza del *Fintech* rispetto al settore tradizionale, specialmente con riferimento al settore del *marketplace lending*, si rinvencono nella possibilità offerta dalla digitalizzazione di abbattere le distanze fisiche tra gli utenti (permettendo l'incontro in modo rapido e semplice), di diminuire i tempi di attesa, di ridurre le commissioni e di avvalersi dei benefici della decentralizzazione grazie allo sviluppo preponderante delle piattaforme in alcuni *cluster* (come New York, Sidney, Singapore, Londra). Secondo quanto riportano i dati del *Global Fintech Report* (PwC 2017) tali caratteristiche sono avvertite come una minaccia dagli intermediari tradizionali fra i quali circa l'88% ritiene che i propri profitti siano a rischio (con un trend crescente nel tempo) specialmente nei settori dei pagamenti e del *wealth management* (Global Banking Review, McKinsey 2017).

Con riguardo alla reazione avuta dagli *incumbent*, si rileva che, dopo una fase iniziale di inerzia durante la quale i *lending marketplace* non erano percepite come una reale minaccia, le banche hanno reagito investendo nelle piattaforme *FinTech* soprattutto al fine di aumentare la loro probabilità di sopravvivenza nel settore a fronte dell'evoluzione tecnologica. È, peraltro, opinione piuttosto diffusa quella secondo cui sia stata proprio l'incapacità delle banche a gestire l'innovazione a consentire alle società *FinTech* di entrare nel mercato ed attirare nuovi clienti (Bose 2017). Le banche hanno quindi iniziato a creare i propri *hub* di innovazione nel tentativo di lanciare prodotti o servizi più innovativi. Goldman Sachs ha recentemente lanciato Marcus (2017), una piattaforma *Fintech* che intende competere con Prosper e Lending Club. Anche Chase, Wells Fargo e Bank of America hanno creato i propri laboratori di innovazione per competere con le note ma giovani *lending marketplace*. In un momento ancora successivo, a fronte delle scarse prestazioni delle piattaforme di prestito e della contrazione degli investimenti, gli operatori bancari hanno ridotto sensibilmente il finanziamento delle piattaforme attraverso il *venture capital*. Più in dettaglio, negli Stati Uniti si riscontra una riduzione dei finanziamenti attraverso *venture capital* del 13% raggiungendo i \$ 6,2 miliardi nel 2016. Il Regno Unito, invece, ha attratto investimenti per 834 milioni di dollari nel 2016, in calo del 38%, principalmente attribuiti alla Brexit, anche se un round di *venture capital* dopo il referendum ha consegnato 8 delle 20 maggiori operazioni che hanno attratto \$ 368 milioni. Anche l'analisi di Boston Consulting Group (2016) mette in luce un cambio di atteggiamento da parte degli *incumbent*, ora convinti della scarsa probabilità che i *lending marketplace* mettano in pericolo le banche nel breve termine a fronte del vantaggio in termini di dimensioni e relazioni con i clienti che le nuove entranti avrebbero difficoltà ad affrontare. Nuove banche digitali, Atom e Monzo, hanno attratto congiuntamente più di \$ 150 milioni nella

prima metà del 2017 evidenziando alcune delle differenze tra *FinTech* USA e Regno Unito quando si tratta di piattaforme di prestito e banche digitali.

La tendenza attuale da parte del settore bancario sembra quella di stringere partnership con le *FinTech*, piuttosto che finanziarle attraverso venture capital o M&As. Le alleanze sono in grado di portare beneficio ad entrambe le parti: le *FinTech* possono ottenere l'accesso ai clienti e ai dati bancari, mentre le banche possono usufruire degli strumenti e delle tecnologie per sviluppare prodotti e servizi più conformi alle esigenze dei clienti. Tra gli accordi di *partnership* più rilevanti ricordiamo: JP Morgan con OnDeck Capital e Digital Asset Holdings; Cabbage con Santander, Scotiabank e ING; Funding Circle con Santander. La *partnership* strategica permette alle banche e ai *lending marketplace* di sfruttare le loro rispettive competenze mantenendo al contempo la loro specializzazione. Così facendo le banche valorizzano le maggiori informazioni sulla clientela e la maggiore esperienza nella valutazione e nella gestione del rischio di credito, mentre le nuove realtà Fintech mettono a disposizione le tecnologie necessarie per soddisfare le mutevoli esigenze della clientela.

Nonostante nell'ultimo anno la percezione del *FinTech* in termini di minaccia per il *retail banking* possa dirsi in calo, le nuove strategie adottate dalle piattaforme potrebbero rivelarsi ancora più difficili da gestire per le banche. Le piattaforme stanno, infatti, orientandosi verso una proposta unificata incentrata su un set sempre più completo di esigenze del cliente. Una tale "catena di valore" riduce i costi per i clienti e aumenta la convenienza, promuovendo la presenza delle piattaforme in tutte le aree che richiedono l'assunzione di decisioni finanziarie. In particolare, l'attenzione prima focalizzata verso l'offerta di servizi di pagamento e di credito si sta spostando ora verso servizi di investimento e gestioni patrimoniali. Né è possibile ignorare il recente sviluppo delle piattaforme di *real estate lending*. Il Politecnico di Milano (Osservatorio CrowdFunding - Politecnico di Milano 2018) riporta che nel mondo sono attive 100 piattaforme di *real estate equity* o *lending*, nate a partire dal 2017 e con una raccolta di circa 5,8 miliardi di dollari negli USA e di circa 2,1 miliardi di euro in Europa. Va infine tenuto presente il processo che alcune di esse hanno iniziato per trasformarsi in intermediari regolati (è quello che sta accadendo, ad esempio, ad una nota piattaforma UK).

Vanno, infine, evidenziati anche alcuni fattori di criticità connessi con la fisionomia dei *lending marketplace* oggi attivi nel panorama internazionale. In particolare, è stato notato (Lichtmann 2015) che: i) le *campaign* sono generalmente disponibili per poche settimane (ignorando la *learning curve* nel processo di valutazione delle decisioni di investimento), ii) la maggior parte delle piattaforme raccoglie fondi attraverso le *campaign* "All Or Nothing", spesso associate ad alte commissioni, che non consentono ad alcuni progetti meritevoli di essere finanziati solo perché non hanno raggiunto la soglia inizialmente proposta dal *crowd-borrower*; iii) mancanza di trasparenza nella procedura di *screening* che stabilisce l'*acceptance rate* di un progetto; iv) *Inherent Competition*: ovvero la probabilità che un investitore, originariamente attratto da un progetto finisca per finanziarne un altro presente sulla stessa piattaforma. Tali limiti dei *lending marketplace* potrebbero frenare l'ulteriore

diffusione delle piattaforme, inducendo soggetti alla ricerca di finanziamenti verso l'autodefinizione della pubblicazione e del marketing dei progetti attraverso le campagne *Do It Yourself* (DIY) e quindi in un'ottica di dintermediazione davvero totale.

4.2.2 Diffusione del *marketplace lending* a livello internazionale

Premessa

Nel prosieguo si descriveranno le dimensioni del *marketplace lending*, anche in confronto con altre forme di *crowdfunding*, fornendo, per quanto possibile alla luce dei dati a disposizione per le principali economie, indicazioni su: numero di piattaforme attive, volumi, tassi di crescita dell'erogato, numero di progetti erogati a livello aggregato e presenza *cross-border* delle piattaforme.

Va premesso che, allo stato attuale, in mancanza di obblighi di *reporting* per le piattaforme, non esistono *database* ufficiali in grado di raccogliere in modo uniforme e comparabile i relativi dati (ad esempio in termini di volumi o numero di progetti finanziati). Diversi *provider*, sulla base di dichiarazioni rilasciate dalle piattaforme o attraverso una sorta di *collection* di informazioni reperibili sui siti web delle medesime⁴⁶, forniscono a livello aggregato - o per mercati specifici - i dati concernenti l'andamento del *marketplace lending*: i più diffusi sono AltFi su scala mondiale (ora sostituito da Brismo), P2P Lending Italia (per il mercato italiano), P2P Finance Association e Open Data Institute (per il mercato inglese). Tali *provider*, così come letteratura scientifica, sono le fonti dei dati presentati nelle pagine seguenti: la non sincronicità tra di essi nella pubblicazione delle informazioni conduce, peraltro, ad elevate limitazioni in termini di comparabilità dei risultati, costringendo per alcuni mercati, ad esempio, a riportare dati non aggiornati dal 2015. Data la rapida evoluzione del settore in discorso, tuttavia, si è voluta privilegiare l'ampiezza dei dati rispetto alla loro confrontabilità. Va sin d'ora precisato, peraltro, che l'analisi condotta nel § 6 con riguardo al mercato domestico soffre in misura meno rilevante di tali limitazioni poiché, dato il circoscritto numero di piattaforme operanti in Italia, è stato possibile acquisire i dati attraverso *web scraping*⁴⁷ o mediante l'interlocuzione diretta con la piattaforma stessa, con tutte le limitazioni di queste modalità di acquisizione di informazioni.

46 A conferma della difficoltà di lettura in chiave uniforme e in ottica comparativa dei dati volontariamente rilasciati dalle piattaforme e connotati da un certo grado di discrezionalità, basti pensare al fatto che si rinvencono almeno tre differenti modi di misurare le quote di mercato: l'ammontare dei prestiti concessi al termine del periodo di riferimento, l'ammontare lordo dei prestiti concessi durante il periodo prima che il prestito venga ripagato nonché l'ammontare al netto delle quote ripagate. Occorre, inoltre, considerare anche l'eventualità che vi siano sovrapposizioni nelle linee di business dei diversi operatori: il mercato del credito comprende, infatti, diverse sottocategorie e, in fase comparativa, il merito creditizio, il destinatario del credito, nonché la tipologia del prestito incidono sull'ammontare e sulla durata dello stesso. I prestiti garantiti da ipoteca, ad esempio, sebbene siano di ammontare maggiore hanno un *turnover* ridotto venendo restituiti a distanza di qualche anno; lo sconto di fatture, invece, ha in genere un *turnover* di 3 mesi.

47 Sebbene lo *web scraping*, pur azzerando i costi di infrastruttura, è soggetto a rischio reputazionale (ovvero, al rischio connesso al fatto che le piattaforme scelgono quali informazioni pubblicare).

Numerosità delle piattaforme

A livello globale. Il settore dell'*investment crowdfunding* mostrava al 2012 la presenza di 450 piattaforme nel mondo, di cui 200 collocate in Europa (Statista, 2013). A distanza di soli tre anni, al 2015, risultavano attive a livello mondiale circa 1250 piattaforme: di queste, circa 600 collocate in Europa, 375 in Nord America, 169 in Asia, 50 in Sud America, 37 in Oceania e 19 in Africa (Ziegler *et al.* 2018). Dai dati appena riportati, è facile notare che i tassi di crescita (stimati nel 2012 in misura del 50%) non solo non sono stati disattesi, ma anzi notevolmente superati. La Cina è il mercato in cui oggi il *marketplace lending* è più diffuso: le statistiche rilasciate dalla Chinese Banking Regulatory Commission (2017) mostrano che, alla fine del 2016, erano attive circa 4.127 piattaforme (di cui 1.553 di tipo P2P *lending*).

A livello europeo. Una ricerca condotta dalla Commissione Europea (EU Parliament Members' Research Service, 2016) riportava la presenza di 510 piattaforme operanti nel settore del *crowdfunding* in Europa nel 2014, con un aumento del 23.2% rispetto al 2013. Senza distinguere tra piattaforme *equity-based* e piattaforme *lending-based*, va rilevato che il maggior numero di piattaforme si trova nel Regno Unito (143, ovvero il 28% in termini di numerosità rispetto al totale europeo) e che le stesse hanno finanziato il 90% dei 2 miliardi di finanziamenti richiesti nel 2014 in Europa. Secondo le stesse stime, il secondo paese per numero di piattaforme è la Francia (77) seguito da Germania (55), Olanda (58) e Italia (42). I dati riportati dall'università di Cambridge (Ziegler *et al.* 2018) mostrano che, a gennaio 2017, 344 piattaforme attive in Europa, di cui 267 collocate al di fuori del Regno Unito, catturavano circa il 90% del mercato in termini di fondi erogati. Un anno più tardi, i dati rilasciati dal Cambridge Centre for Alternative Finance (Ziegler *et al.* 2019), mostrano la presenza di 321 piattaforme europee (incluso in Regno Unito) e 10 piattaforme non europee che operano in diversi paesi europei. È interessante notare la spiccata rilevanza che assume l'intra-operabilità delle piattaforme tra i paesi dell'Unione Europea. Nel 2018, delle 321 piattaforme europee, alcune di esse prestavano il servizio di *lending marketplace* in uno o più paesi europei: così, il numero totale di piattaforme (contando separatamente quelle con operatività in più di un paese) raggiunge i 597 includendo il Regno Unito (e 520 escludendo il Regno Unito). Anche il *ranking* nella distribuzione delle piattaforme tra paesi europei è cambiato nell'ultimo biennio: a differenza delle stime rilasciate dalla Commissione Europea (2016) le recenti stime del Cambridge Centre for Alternative Finance mostrano come la maggiore concentrazione di piattaforme (escluso il Regno Unito) sia in Germania (30 domestiche, 16 straniere), che raggiunge la Francia (36 domestiche, 10 straniere), seguite da Italia (34 domestiche, 11 straniere), Spagna (25 domestiche, 13 straniere) e Olanda (24 domestiche e 8 straniere).

Per quanto riguarda la suddivisione delle piattaforme per tipo di attività, la ricerca della CE (2016) descrive una diffusione piuttosto omogenea. Nel 2014, il 30,4% di piattaforme era di tipo *reward-based* (in diminuzione rispetto al 2012 come riportato da De Buysere *et al.*, 2012), il 22,9% di tipo *equity-based*⁴⁸ (quota costante

48 Rispetto alle piattaforme *equity-based*, il mercato UK è il più ampio, seguito dal mercato francese (€ 13,8 milioni) e da quello tedesco (€ 11,1 milioni). La maggior parte delle somme raccolte è inferiore a 500,000€ per progetto (con

rispetto al 2012 come pure riportato da De Buysere *et al.*, 2012) e il 21% del mercato era costituito da piattaforme *lending-based*. Tratto comune per ogni Paese è il fatto che siano poche piattaforme a dominare il mercato: cinque piattaforme gestiscono i flussi di denaro per più dell'80% dei progetti finanziati nel paese di riferimento. Per quanto concerne il mercato svizzero, Dietrich e Amrein (2017) mostrano che, ad aprile 2017, sono circa 50 le piattaforme operative.

Volumi aggregati e tassi previsionali di crescita

A livello globale. Nonostante i finanziamenti erogati tramite le *lending marketplace* siano in forte espansione (con tassi di crescita medi del 58% nell'ultimo biennio), essi costituiscono ancora una piccola frazione del totale dei finanziamenti concessi dagli intermediari tradizionali. Nonostante l'elevata attrattività del *Lending Based Crowdfunding* sia per coloro che cercano finanziamenti sia per i potenziali finanziatori, esso non ha ancora raggiunto un livello di maturità tale da minare la quota di mercato degli *incumbent*.

Con riferimento ai volumi attesi per i paesi occidentali, Transparency Market Research (2018) ritiene che il mercato del P2P *lending* raggiungerà i 490 miliardi di dollari nel 2025 a fronte di un erogato di 26 miliardi del 2015 (tra Europa continentale e USA), con un tasso di crescita costante annuo del 53% nel periodo considerato. Secondo i dati rilasciati dalla Federal Reserve Bank of Cleveland (2018), i prestiti erogati dalle piattaforme di *lending* statunitensi nel 2015 sono stati pari a 6,6 miliardi di dollari e si tratta del settore che negli Stati Uniti sta registrando i più elevati tassi di crescita nell'ambito della finanza alternativa. La previsione è quella di raggiungere il 45% della quota di mercato globale entro il 2020 (anche se, ad oggi, la maggiore quota di mercato *pro capite* spetta alle piattaforme inglesi con uno *share* del 72%⁴⁹). Secondo PWC (2018), il solo mercato statunitense raggiungerà i 150 miliardi di dollari di erogato nel 2025.

In Cina, ove come anticipato si registrano più di 4.000 piattaforme attive nel 2018 (rispetto alle 50 attive nel 2011), il mercato del marketplace *lending* è il più ampio e dinamico al mondo. Nel 2015 i prestiti concessi tramite piattaforme sono stati pari a 66 miliardi di dollari (il 4 per cento dei finanziamenti erogati dalle banche, quota non trascurabile per gli *incumbent* considerata la novità del fenomeno) e in aumento del 290 per cento rispetto all'anno precedente (Bofondi 2017). I dati di recente forniti dalla Chinese Banking Regulatory Commission (2017) indicano che il mercato del *marketplace lending* ha raggiunto in Cina i 93 miliardi di erogato a giugno 2017. Le peculiarità del sistema economico-finanziario cinese rendono tuttavia difficilmente replicabile l'esperienza di questo paese nelle economie occidentali.

una media di 260.000 nel 2014 e 215.000 nel 2013). Si noti che i finanziamenti medi sono circa dieci volte superiori ai finanziamenti che avvengono sulle piattaforme di tipo *lending-based*.

49 Come anticipato nei precedenti paragrafi, la diffusione del *LBC* in Gran Bretagna, è dovuta principalmente ad una minore dipendenza nei confronti del sistema bancario tradizionale, ad un più alto tasso di adozione dei servizi *digital* e alla regolamentazione favorevole che ne hanno permesso lo sviluppo.

A livello europeo. Uno studio di Accenture (2014) riporta che gli investimenti totali nel settore della finanza alternativa sono più che triplicati dal 2008: nel 2009 erano pari circa a 400 milioni di euro, a 1,2 miliardi nel 2011 e a 2.2 miliardi nel 2012, a 3 miliardi di dollari nel 2013 arrivando a 4 miliardi nel 2014. All'esplosione di investimenti degli anni 2014 e 2015 è seguito un lieve rallentamento nel 2016 e 2017, con 3,2 miliardi di dollari investiti nel primo trimestre del 2017 e 3 miliardi di euro al primo trimestre 2018 (PWC). Nel dettaglio, il rapporto dell'università di Cambridge in collaborazione con KPMG (2015) riporta che i prestiti ai consumatori a fine 2015 avevano raggiunto i 3,67 miliardi di euro nel settore del *consumer lending*, mentre i prestiti alle imprese avevano raggiunto i 2,13 miliardi di euro divenendo i segmenti di mercato più ampi all'interno dell'*alternative finance*. Ancora PWC riporta che, nel 2016, le aziende europee che si avvalgono delle piattaforme di finanziamento on-line hanno ottenuto finanziamenti per 198 milioni di euro (Regno Unito escluso). In Europa, infatti, l'81% dell'erogato (a dicembre 2017) transita attraverso le piattaforme con sede in UK, dove peraltro è nata la prima piattaforma di P2P lending, Zopa, che a dicembre 2017 vantava circa 2,65 miliardi di sterline in termini di erogato. In Francia, uno dei paesi più attivi in Europa nel settore del *marketplace lending*, l'erogato delle piattaforme ha raggiunto a dicembre 2017 gli 802 milioni di euro, mentre l'erogato nel 2015 era pari a 444 milioni di euro (PWC).

Per quanto riguarda il mercato svizzero, Dietrich e Amrein (2017) mostrano che nel 2016 le piattaforme hanno raccolto circa 128 milioni di franchi svizzeri (equivalenti a 107 milioni di euro), con un tasso di crescita del 362% (erano 28 milioni di franchi i prestiti erogati nel 2015); mentre sono circa 194 milioni di franchi (161 milioni di euro) i finanziamenti erogati negli ultimi sette anni, ovvero dalla nascita del settore nel mercato svizzero. Il più alto tasso di crescita tra il 2015 e il 2016 è stato registrato dal *crowdlending* (597%) che ha raggiunto i 55 milioni di franchi di erogato, seguito dal *crowdinvesting* (39 milioni di franchi e un tasso di crescita del 453%), così come dalle piattaforme di tipo *donation* e *reward based* (37% di crescita e 17 milioni di franchi come erogato). Il tasso di crescita più basso nel mercato svizzero spetta al settore dell'*invoice trading*, che ha consentito di smobilizzare crediti commerciali per un valore complessivo di 17 milioni di franchi svizzeri.

Numerosità dei progetti e turnover⁵⁰

Un recente rapporto pubblicato dall'università di Cambridge (Ziegler et al. 2018) riporta che ad oggi sono state lanciate circa 160.000 *campaign* e che la metà di queste sono fallite. Un'analisi condotta da De Buysere et al. (2012) mostra un aumento nelle iniziative di finanziamento per tutti i tipi di piattaforme, sia sul mercato europeo che in quello americano: il numero di finanziamenti richiesti pubblicati sulle piattaforme di tipo *reward-based* è quintuplicato tra il 2012 e il 2013 mentre per quelle di tipo *equity-based* è raddoppiato. In termini di processo, una

⁵⁰ Per *turnover* si intende il numero di progetti pubblicati su ogni piattaforma: distinguendo, nel corso del paragrafo, sia il numero di progetti pubblicati ad oggi sia il numero di progetti pubblicati per intervallo temporale.

ricerca condotta da Massolution (2012) mostrava che in media ogni campagna viene conclusa in tre settimane per raccogliere il 25% dei fondi richiesti e che le campagne di tipo *lending-based* raccolgono l'ammontare di fondi richiesti in circa la metà del tempo rispetto alle campagne *equity-based*. Più di recente, invece, Cambridge (Ziegler et al. 2018) mostra che la maggior parte delle campagne per i prestiti alle imprese raccoglie il 70% dei fondi nei primi tre giorni dalla pubblicazione del progetto. Agli esordi del fenomeno, l'analisi di De Buysere et al. (2012) mostra che le somme generalmente raccolte dalle piattaforme europee, senza distinguere per tipologia di finanziamento, erano comprese tra i € 10.000 e € 12.000. Tuttavia, poiché la maggior parte delle piattaforme offre un solo tipo di finanziamento, un'analisi puntuale del fenomeno rende necessaria la distinzione per tipologie. In Europa, il finanziamento medio richiesto è di circa € 500 per le donazioni, tra i € 3.500 e € 4.000 per i finanziamenti *reward-based* e tra i € 50.000 e i € 100.000 per quelli *equity-based* (dati aggiornati a dicembre 2017). Bisogna tuttavia notare come l'importo medio del finanziamento sia correlato non tanto alla diffusione del fenomeno quanto piuttosto alla finalità del *funding*. In termini di *multiple lending*, Massolution (2012), evidenzia che, in Europa, i finanziatori attivi nelle *lending marketplace* sono coinvolti in genere in uno o due progetti e circa il 10% dei finanziatori dichiara di aver partecipato a *multiple project*. Dal lato della domanda, circa il 70% di chi domanda finanziamenti ha avanzato richiesta di finanziamento per uno o due progetti e solo poco più del 30% ha attivato richieste di finanziamento per più di due progetti. Per il mercato svizzero, Dietrich e Amrein (2017) riportano che il numero di progetti pubblicati è stato di 3.098 campagne (2016), di cui 1.338 di tipo *crowdfunding* o *crowd-donation*.

Attività cross-border

Le piattaforme con operatività *cross-border* (ovvero quelle per cui il paese di uno o di entrambi gli utenti differisce dal paese in cui la piattaforma ha sede legale) rappresentano circa l'8,5% dei progetti finanziati in Europa nel 2013 e circa il 7,3% dei progetti finanziati nel 2014, con un ammontare -nel 2014- all'incirca pari a € 117 milioni (Commissione Europea 2016b). Distinguendo per tipologie di finanziamento, notiamo che la maggior parte delle attività *cross-border* si riferisce a progetti di tipo *lending-based*, seguito da *equity-*, *reward* e donazioni (CE 2016).

4.2.3. Analisi di alcuni mercati rilevanti: Europa continentale, Gran Bretagna, Stati Uniti e Cina

Uno sguardo d'insieme

La Tabella 1 riporta i volumi di prestiti concessi, al 31 maggio 2017 e al 31 marzo 2019, dai *lending marketplace* distinti per diverse aree geografiche del mercato occidentale. I dati AltFi (Brismo), su cui si basa la tabella, non comprendono il mercato cinese e latino-americano poiché riportati a livello aggregato in valuta locale e non si hanno a disposizione maggiori informazioni sul tasso di cambio da applicare.

Per quanto concerne il mercato cinese, l'analisi è stata condotta quindi attraverso un'altra fonte di dati.

Come si evince dalla colonna "Volumi cumulati in milioni di euro", il mercato statunitense domina il panorama del *marketplace lending* occidentale con circa 50 miliardi di prestiti concessi nel 2017 e 83 miliardi nel 2019 (ovvero il 75% dei volumi complessivi); segue il mercato inglese con circa 13 e 19 miliardi di prestiti nel 2017 e 2019 rispettivamente. Le piattaforme europee e australiane coprivano circa il 4% e l'1% del mercato nel 2017, con volumi erogati di 2 miliardi e circa 600 milioni di euro rispettivamente. È interessante notare come la quota di mercato detenuta dal Regno Unito nel 2017, circa il 20%, si sia erosa a favore di quella europea e australiana, che nel corso del biennio hanno visto triplicare i volumi. Concentrando l'attenzione sui volumi erogati negli ultimi 90 giorni, si può notare come i volumi concessi dalle piattaforme statunitensi e inglesi si siano ridotti nel tempo, quelli concessi dalle piattaforme australiane sono costanti, mentre incalza il mercato europeo con un turnover giornalieri più che triplicato nell'ultimo biennio.

Tabella 1: Volumi per aree geografiche (Dati: 2017-2019)

Regione	ultimi 90 giorni (in mln €, 2017)	ultimi 90 giorni (in mln €, 2019)	volumi cumulati (in mln €, 2017)	volumi cumulati (in mln €, 2019)	quota di mercato (%)	quota di mercato (%)
US	2,068	1,870	49,160	83,001	74.77%	74.27%
UK	1,398	1,188	13,368	19,120	20.33%	17.11%
EU	315	1,128	2,640	8,320	4.02%	7.45%
AUS	79	75	580	1,310	0.88%	1.17%
Totale	3,860	2,391	65,748	111,751		

Fonte: nostre elaborazioni su dati AltFi. I volumi riportati si intendono in milioni di euro valutati con i tassi di cambio al 31-5-2017 e al 31-03-2019.

Il mercato europeo continentale

Nell'Europa continentale il *marketplace lending* è ancora relativamente poco diffuso rispetto al mercato cinese e a quello statunitense. Secondo un report pubblicato dal Politecnico di Milano, le piattaforme europee hanno erogato, a fine 2016, circa 2,2 miliardi di euro nel settore del *consumer lending* e circa 1,9 miliardi in quello del *business lending*. Rispetto al 2015, la crescita è stata maggiore per i finanziamenti alle PMI (113 per cento), mentre quelli alle famiglie sono aumentati del 91 per cento. Quest'ultimo segmento del mercato rimane comunque quello più rilevante, con circa l'80 per cento delle nuove erogazioni. Come già anticipato, sono i tassi di crescita a rendere questo mercato particolarmente meritevole di attenzione.

In un *report* pubblicato dalla Commissione Europea (EU Parliament Members' Research Service, 2016) si evidenzia che in tutti i paesi membri è attiva almeno una piattaforma e che, a fine 2016, sono stati finanziati con successo, a livello aggregato, 206.908 progetti rivolti ai consumatori per un totale di 2,3 miliardi di euro (in linea con i dati riportati dall'Osservatorio del Politecnico di Milano). Sebbene la copertura

vari significativamente tra gli Stati membri, i 5 mercati più ampi per importi raccolti sono localizzati in Germania, Francia, Olanda, Spagna e Lussemburgo e i progetti si riferiscono a finanziamenti con destinazione europea. Coerentemente con quanto visto a livello mondiale, l'importo medio del finanziamento (senza distinguere la finalità del progetto) è di € 10.600 nel 2014 (stabile rispetto al 2013 dove il finanziamento medio era di € 10.400).

Nella Tabella 2 si può osservare l'articolazione del mercato europeo tra le piattaforme digitali di *lending* in funzione della segmentazione della clientela (imprese e privati), con una considerazione separata delle piattaforme specializzate nell'*invoice trading*.

Con riferimento al 2017 (Tabella 2, Panel i.), nell'ambito del mercato dei prestiti alle imprese, il ruolo dominante va a Lendix (che ha cambiato nome nel 2018 in "October") con una quota di mercato del 36%. L'indice di Herfindahl, generalmente usato per misurare il grado di concentrazione del mercato⁵¹, riporta al 31 maggio 2017 un valore del 17% e mostra che quasi il 50% dei volumi è erogato dalle prime due piattaforme. Focalizzandosi tuttavia sul *trend* dei volumi erogati negli ultimi 90 e 150 giorni⁵², si può notare come al 2017 era ragionevole ipotizzare che il grado di concentrazione del mercato fosse destinato ad aumentare poiché la prima piattaforma (Lendix) registrava un aumento dei volumi giornalieri negli ultimi 90 giorni rispetto agli ultimi 150 giorni, a differenza delle altre piattaforme. I dati al 2019, (Tabella 2, Panel ii.), confermano che le prime due piattaforme erogano ancora circa il 50% dei volumi complessivi e mostano come l'indice di concentrazione del mercato sia effettivamente aumentato di un punto percentuale attestandosi al 18%. È interessante notare inoltre come alcune piattaforme abbiano guadagnato quote di mercato, a discapito di altre, e come il numero totale di piattaforme nel settore dei prestiti alle imprese sia aumentato.

Per quanto riguarda i prestiti ai privati (Tabella 2, Panel ii.), sebbene la quota di mercato della prima piattaforma (Mintos) al 2017, fosse minore di quella della prima piattaforma nel settore dei prestiti alle imprese –circa il 30%–, il grado di concentrazione riportato dall'indice di Herfindahl presentava un valore del 19%, quindi lievemente maggiore di quello dei prestiti alle imprese. L'analisi andamentale dei prestiti, negli ultimi 90 e 150 giorni del 2017, rivelava come il grado di competitività presente nel mercato fosse destinato ad aumentare poiché le prime 7 piattaforme –che ricoprivano circa il 95% del mercato– registravano volumi decrescenti di prestiti su base giornaliera, mentre le ultime 7 – con una quota complessiva di mercato del 3% circa – presentavano volumi crescenti. L'unica eccezione era rappresentata da Fellow Finance, piattaforma finlandese presente fra le prime 7, che riportava un aumento dei volumi giornalieri concessi negli ultimi 90 giorni rispetto a quelli degli ultimi 150. D'altro canto, l'aumento della quota di mercato della prima piattaforma nel 2019, che eroga – da sola – più dei 50% dei

51 Tale indice è costruito come somma dei quadrati delle quote di mercato detenute dalle imprese appartenenti a un determinato settore. I valori dell'indice variano da 0 (assenza di concentrazione) a 1 (un'unica impresa controlla l'intero mercato).

52 I 150 giorni si riferiscono al periodo intercorrente tra il 1° gennaio 2017 e il 31 maggio 2017.

prestiti complessivi nel settore dei prestiti ai consumatori, ha generato un'inversione di tendenza in termini di concentrazione facendo passare l'indice di Herfindahl dal 19% al 31%.

Considerazione separata si è voluta riservare alle piattaforme di *invoice trading*. L'elevato grado di specializzazione richiesto per questo tipo di operazioni implica, infatti, che sul mercato europeo vi sia un numero ridotto di piattaforme dedicate: nel 2017, le prime due – Finexkap e Workinvoice – coprivano circa il 90% del mercato. Sebbene il mercato appaia prettamente oligopolistico, merita notare come la prima piattaforma operante sul mercato registrava, nel 2017, volumi di prestiti crescenti (Finexcap) mentre la seconda (Workinvoice) abbia registrato una riduzione nel volume di prestiti concessi su base giornaliera. Nel 2019, Credimi entra nel mercato con una posizione dominante tale da erogare l'80% del volume complessivo e riducendo il ruolo di Workinvoice e Finexkap di un quinto e un decimo rispettivamente.

Tabella 2: Quote di mercato in Europa continentale

piattaforma	volumi in europa continentale			
	ultimi 90 giorni (quota di mercato, %)	ultimi 90 giorni (in mln €)	ultimi 150 giorni (in mln €)	volumi cumulati (in mln €)
Panel i. Prestiti alle imprese (2017)				
Lendix	36.2	23.3	29	86
Geldvoorelkaar	9.5	6.1	11	109
Linked Finance	8.8	5.7	10	27
Viventor	8.5	5.5	10	23
LoanBook	8.2	5.3	9	30
EstateGuru	7.1	4.6	7	23
Comunitae	5.1	3.3	6	41
Borsa del Credito	4.8	3.1	5	12
Lendahand	3.2	2.1	4	16
MytripleA	2.8	1.8	2	10
Unilend	2.7	1.8	3	25
Arboribus	2.4	1.5	2	12
ClicInvest	0.4	0.3	0	0
Raize	0.2	0.1	1	5
Panel i. Prestiti alle imprese (2019)				
October (Lendix)	30.3	27.3	30.4	284.4
Geldvoorelkaar	17.6	15.9	18.2	172.3
Grupeer	14.8	13.4	13.4	26
Linked Finance	11.1	10.1	12.3	92.3
MytripleA	9.6	8.7	8.7	57.1
Borsa del Credito	6.3	5.7	5.7	58.1
Lendahand	6	5.4	6.4	48.9
Credit.fr	1.9	1.8	2.2	42.4
Pret UP	1.2	1.1	1.1	10.3

LoanBook	0.7	0.7	1.8	53.6
BitBond	0.2	0.2	0.2	15.4
Arboribus	0.1	0.1	0.1	19.7
ClicInvest	0	0	0	1.1
Comunitae	0	0	0	44.8
Raize	0	0	0	21.8
Unilend	0	0	0	33

Panel ii. Prestiti ai privati (2017)

Mintos	30.8	71.9	120	230
Younited Credit	18	42.1	81	523
Auxmoney	18	42	84	454
Twino	12.9	30.2	61	152
Fellow Finance	12	28	44	134
Bondora	3.6	8.3	16	93
Fixura	2.4	5.6	10	72
Prestiamoci	0.6	1.3	1	6
Savy	0.4	1	1	8
Zank	0.3	0.8	1	4
Kokos	0.3	0.7	1	36
Smartika	0.3	0.7	1	26
Finansowo	0.2	0.5	0	21
Zlty Melon	0.2	0.5	1	6

Panel ii. Prestiti ai privati (2019)

Mintos	50.5	436.2	529.5	2,021.1
Auxmoney	19.2	165.9	165.9	1,402.4
Younited Credit	6.8	58.7	72.2	899.2
Twino	5.9	50.6	50.6	472.9
Fellow Finance	5.5	47.3	59.3	419.8
Lendify	3.3	28.9	28.9	197.4
Bondora	2.4	21.1	27.4	199.5
IUVO	1.2	10.6	13.3	52.3
Viventor	1.2	10.5	12.9	76
Swaper	0.9	7.5	7.5	61.9
Envestio	0.8	6.7	6.7	14.4
Fixura	0.5	4.5	5.8	101.5
LEND	0.5	4.1	4.1	40.9
Lenndy	0.4	3.7	3.7	22.6
Prestiamoci	0.3	2.5	2.5	20.6
Savy	0.2	1.9	2.3	19
FinBee	0.2	1.6	1.6	20
Zlty Melon	0.1	0.6	0.7	12.2
Finansowo	0.1	0.5	0.6	26.1
DoFinance	0	0.3	0.3	3.9
Klear	0	0.3	0.3	3.8
Smartika	0	0.3	0.3	30.6

Kokos	0	0	0	38.1
Zank	0	0	0	8.7
Panel iii. Sconto Fatture (2017)				
Finexkap	51.6	16	25	86
Workinvoice	41.1	12.8	24	59
Investly	7.3	2.3	4	8
Panel iii. Sconto Fatture (2019)				
Credimi	80.8	130.2	130.2	387.8
Finexkap	8.3	13.4	20.1	264.3
Crealsa	4.7	7.6	11.1	197
Workinvoice	4.1	6.6	10.7	186
Investly	2	3.2	3.2	30.3

Fonte: nostre elaborazioni su dati AltFi (circa il 70% dei volumi è auto-dichiarato dalle piattaforme e non verificato da AltFi).

Il mercato UK

Nel Regno Unito, oltre a Zopa sono presenti oggi altre piattaforme come Funding Circle e RateSetter. I dati riportati da Peer 2 Peer Finance Association al 30 aprile 2017 non solo confermavano il rapido sviluppo dei *lending marketplace* nel Regno Unito ma anche come il *marketplace lending* fosse un fenomeno in decisa ascesa. Alla fine del 2015 il settore della finanza alternativa di tipo *lending based* ha concesso prestiti in Gran Bretagna per una cifra pari a 2,7 miliardi di sterline (l'equivalente di circa 3,5 miliardi di dollari), oltre il 70 per cento in più rispetto all'anno precedente (Nesta 2016). In termini di destinatari dei finanziamenti, alla fine del 2015 circa 1,5 miliardi di sterline sono stati prestati a PMI, di cui 600 milioni a imprese operanti nel settore degli immobili residenziali. Inoltre, le piattaforme hanno anche consentito l'erogazione di finanziamenti per 300 milioni di sterline a fronte della cessione di fatture. Il credito al consumo finanziato tramite piattaforme è stato invece pari a 900 milioni di sterline. È interessante notare come nel 2015 la Gran Bretagna aveva non solo il primato per importi finanziati ma anche per il maggior numero di progetti pubblicati e finanziati (Commissione Europea 2016b).

Per l'ultimo trimestre del 2017, l'associazione inglese del P2P lending, riportava la presenza di 21 piattaforme. Funding Circle, Crowdstacker, Folk2Folk, Landbay, Lending Works, MarketInvoice e Thincats tra le più attive nel settore del credito alle imprese, mentre Lending Works e Zopa tra le più attive nel settore dei prestiti ai privati.

Il volume complessivo erogato dalle piattaforme inglesi ammonta a 13 e 19 miliardi di euro rispettivamente nel 2017 e nel 2019⁵³. Tale dato acquista rilevanza ancora maggiore se letto unitamente alla potenziale quota di mercato erosa alle banche. A maggio 2017 il volume di prestiti erogato dalle banche EMU alle imprese

53 Sommatoria dei volumi cumulati dei prestiti alle imprese per il mercato inglese ed europeo rispettivamente.

EMU è di 545 miliardi di euro (a giugno 2016 era di 570 miliardi di euro)⁵⁴ mentre il volume dei prestiti concessi dalle banche inglesi alle imprese inglesi era di 466 miliardi di sterline (Bank of England, settembre 2017). I dati appena menzionati indicano che la potenziale quota di mercato guadagnata dalle piattaforme *Fintech* nell'area EMU è circa dello 0,7%, mentre in UK raggiunge il 2,7% (2017) e il 4% (2019). La lettura congiunta dei dati al 2017 con quelli relativi al 2015 riportati nel S 4.1 consente di notare che il *turnover* complessivo nel mercato inglese è triplicato (passando da 2,7 a 6 miliardi di sterline) mentre quello europeo si è lievemente ridotto (passando da 700 a circa 500 milioni di euro).

Tabella 3: Quote di mercato nel Regno Unito

piattaforma	volumi nel Regno Unito			
	ultimi 90 giorni (quota di mercato, %)	ultimi 90 giorni (in mln €)	year to date (in mln €)	volumi cumulati (in mln €)
Panel i. Prestiti alle imprese (2017)				
Funding Circle UK	43.5	339.20	680.25	2787.75
LendInvest	19.2	149.52	223.30	1207.41
Assetz Capital	8.4	65.61	101.29	325.74
Wellesley Et Co.	7	54.33	96.69	547.88
Choice	5.9	45.70	81.72	132.37
Lendy	5.3	41.32	92.08	370.63
Folk2Folk	3.1	24.52	32.23	181.86
ThinCats	2.4	18.42	34.53	277.39
MoneyThing	1.9	15.08	25.32	72.51
ArchOver	0.9	7.25	11.51	42.59
Downing Crowd	0.9	7.14	6.91	28.78
Ablrate	0.5	3.57	6.91	28.78
LendingCrowd	0.4	3.45	4.60	14.96
Landbay	0.3	2.76	3.45	52.95
Money&Co	0.1	0.81	1.15	8.06
Relendex	0.1	0.69	2.30	10.36
Rebuildingsociety	0.1	0.46	1.15	12.66
FundingKnight	0	0.00	0.00	35.68
Abundance Generation	0	0.00	0.00	37.98
UK Bond Network	0	0.00	1.15	13.81
Proplend	0	0.00	0.00	12.66
Panel i. Prestiti alle imprese (2019)				
Assetz Capital	48.7	76.12	80.94	901.41
ThinCats	21.2	33.06	33.06	486.82
Folk2Folk	9.1	14.24	16.24	330.71
Downing Crowd	6.3	9.88	9.88	101.29
ArchOver	4.8	7.41	9.88	112.94

54 ECB Statistical Data Warehouse 2017 (Volumes of loans to non-financial corporations).

LendingCrowd	4.6	7.18	8.35	66.00
MoneyThing	2.1	3.29	3.76	108.47
Ablrate	1.7	2.59	3.06	55.41
Rebuildingsociety	1.5	2.35	2.35	17.88
Abundance Generation	0	0.00	0.00	96.82
FundingKnight	0	0.00	0.00	37.06
Money&Co	0	0.00	0.00	9.29
UK Bond Network	0	0.00	0.00	14.47
Panel ii. Prestiti ai privati (2017)				
Zopa	53.8	272.10	532.92	2749.77
RateSetter	35.3	178.87	372.93	2237.57
Funding Secure	6.1	31.08	46.04	148.48
Lendable	2.6	13.24	23.02	67.91
Lending Works	2.2	10.93	20.72	65.68
Panel ii. Prestiti ai privati (2019)				
Zopa	55.2	228.24	228.24	4854.71
RateSetter	37.5	155.18	213.29	3710.24
Lending Works	4	16.59	21.29	192.12
Funding Secure	1.9	7.65	7.65	356.47
HNW Lending	1.3	5.41	5.41	83.53
Panel iii. Sconto fatture (2017)				
Market Invoice	99.7	139.96	241.71	1185.54
Investly	0.3	0.46	0.00	1.15
Panel iii. Sconto fatture (2019)				
MarketInvoice	99.8	230.71	291.65	3166.94
Investly	0.2	0.35	0.35	10.12

Fonte: nostre elaborazioni su dati AltFi e su dati autodichiarati dalle piattaforme (circa il 60% dei volumi è auto-dichiarato e non verificato da AltFi).

Per quanto riguarda il confronto con i canali di finanziamento tradizionali, il volume di prestiti alle SME concesso dalle banche inglesi a marzo 2017 è di 110 miliardi di sterline (circa 126 miliardi di euro), con una riduzione di 5 miliardi rispetto all'ultimo trimestre del 2016 (British Bankers Association Report, marzo 2017). Stando a questi dati, i *lending marketplace* soddisfano, a prima vista, circa il 5% delle richieste di finanziamento delle SME attualmente finanziate dalle banche. Tuttavia, la domanda di prestiti delle SME al settore bancario rispetto al 2016 si è ridotta di circa il 9% (British Bankers Association Report, marzo 2017). Sebbene tra le motivazioni alla base di questa riduzione vi possa essere un aumento dei fondi propri in ragione della ripresa economica dopo la crisi finanziaria, non è da escludere che le SME inglesi stiano utilizzando forme alternative di finanziamento.

Dato che più di 12.6 miliardi di sterline, di cui 3,4 miliardi nel 2017 (dati AltFi), sono stati prestati nel Regno Unito attraverso i *lending marketplace*, sembra opportuno spendere ancora qualche parola su questo fenomeno nel mercato inglese. Business Insider riporta che, senza distinzione tra prestiti alle imprese e ai privati, nel 2017 le tre più grandi piattaforme UK –Zopa, Funding Circle e RateSetter– hanno concesso circa 2 miliardi di euro di finanziamenti ciascuna. Inoltre, negli otto mesi successivi al voto su Brexit, Funding Circle ha beneficiato di un vero e proprio assalto da parte degli attori del mercato. Solo durante la seconda metà del 2016, la piattaforma ha originato, infatti, prestiti per più di 530 milioni di sterline registrando un salto del 50% rispetto all'anno precedente (dati AltFi).

Come per il mercato europeo, la Tabella 3 riporta l'articolazione del mercato inglese distinguendo i *lending marketplace* per tipologia di utenti e confrontando i volumi del 2017 e del 2019.

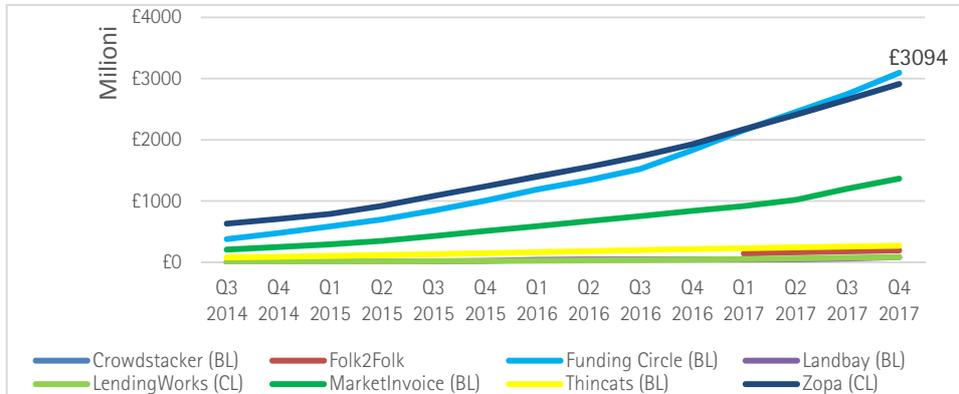
L'indice di concentrazione del mercato per i prestiti alle imprese (Herfindahl Index) rivela la presenza di un mercato duopolistico con un valore di circa il 24%, dove i primi due operatori (Funding Circle e LendInvest) detenevano, nel 2017, circa il 60% del mercato per volumi. È interessante notare la tendenza nella media dei volumi dei prestiti giornalieri nel 2017: se il primo operatore registrava una diminuzione nel volume medio giornaliero dei prestiti concessi, il secondo e il terzo operatore (rispettivamente LendInvest e Assetz Capital) registravano un aumento, potendosi ipotizzare così una redistribuzione nella quota di mercato tra i primi tre operatori. Nel 2019, le prime due piattaforme detengono ancora una quota di mercato del 60% e l'indice di concentrazione registra una lieve diminuzione (22%).

Le piattaforme operanti nel mercato dei prestiti ai privati sono 5 (sia nel 2017 che nel 2019) e, anche per i prestiti ai privati, il settore si è mosso verso una maggiore competitività: l'indice di concentrazione Herfindahl registrava un valore del 49% (nel 2017) e del 44% nel 2019. L'elevata concentrazione del mercato è dimostrata anche dai volumi dei prestiti erogati dai primi due operatori (Zopa e RateSetter) che detengono congiuntamente l'89% dei volumi erogati (92% nel 2019).

Nel settore dello sconto fatture, sebbene il numero di piattaforme sia costante nell'ultimo biennio, è interessante notare come il volume dei prestiti sia più che raddoppiato per la prima piattaforma e decuplicati per la seconda.

I dati rilasciati da P2P Finance association consentono di studiare l'evoluzione dei prestiti per il settore del *consumer lending* e del *business lending* per il mercato inglese operando un *breakdown* tra le principali piattaforme. Come anticipato, il Grafico 1 mostra che il mercato è dominato da Zopa per i prestiti destinati ai consumatori e da Funding Circle per i prestiti destinati alle imprese.

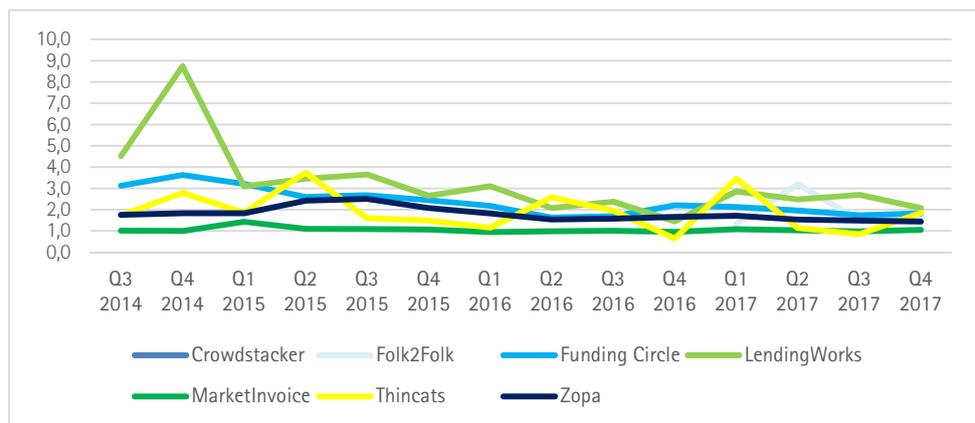
Grafico 1: La crescita dei finanziamenti *DLM* nel mercato inglese
(volumi aggregati dei finanziamenti erogati tramite le piattaforme di *DLM* in UK)



Fonte: nostre elaborazioni su dati P2P Association (2018).

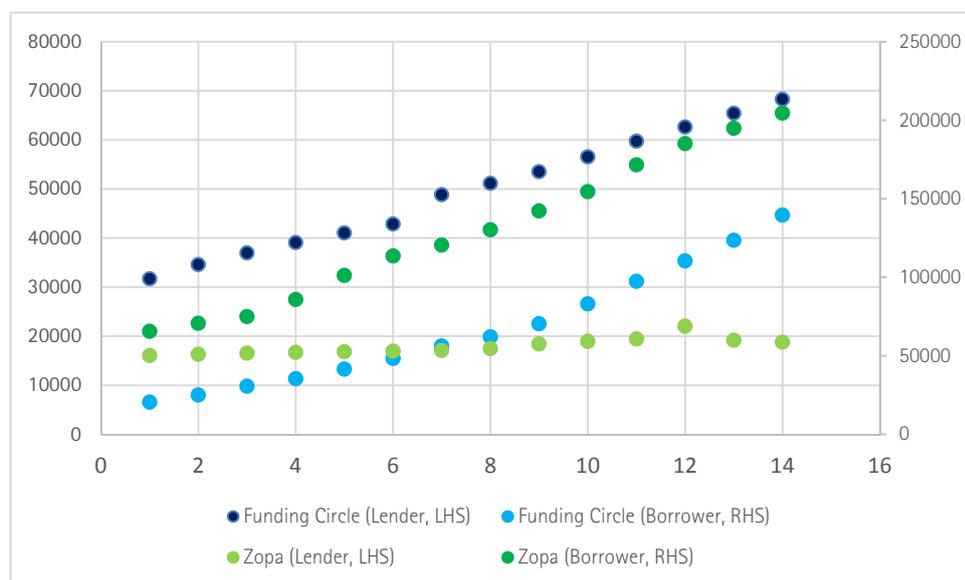
Il Grafico 2 mostra il rapporto tra il volume dei nuovi prestiti rispetto al capitale rimborsato per le principali piattaforme inglesi. È interessante notare una convergenza verso l'unità per le piattaforme più sviluppate, FundingCircle, Zopa e MarketInvoice: quanto più questo indicatore si avvicina ad 1, tanto più il *turnover* della piattaforma può considerarsi costante con un valore di prestiti erogati pari a quello dei prestiti rimborsati. Una certa ciclicità è invece registrata per le piattaforme Thincats e LendingWorks, essendo - in alcuni trimestri - il volume dei prestiti erogati anche tra volte maggiore di quello dei prestiti rimborsati. La lettura congiunta del *trend* per le piattaforme più sviluppate e meno sviluppate nel mercato inglese mostra una riduzione nel grado di concentrazione del mercato (in linea con quanto evidenziato nella Tabella 3).

Grafico 2: Rapporto nuovi prestiti per capitale rimborsato
(capitale erogato per ogni *pound* di capitale rimborsato)



Fonte: nostre elaborazioni su dati P2P Association (2018).

Grafico 3: Numero di borrower e investitori
(distribuzione dei player per consumer e business platform)



Fonte: nostre elaborazioni su dati P2P Association (2018).

Il Grafico 3 riporta la distribuzione di *crowd-borrower* e *crowd-investor* per i prestiti destinati ai consumatori e per quelli destinati alle imprese. L'asse di sinistra riporta il numero di *crowd-borrower* e di investitori per la piattaforma Zopa, leader nel *consumer lending*, mostrando che, nel corso dei trimestri (tra il 2015 e il 2017), il numero di richiedenti è aumentato mentre il numero di potenziali *investitori* è rimasto pressoché costante. Nel mercato dei prestiti alle imprese, invece, sia il numero dei richiedenti fondi che quello dei potenziali investitori sono aumentati nel tempo quasi allo stesso tasso di crescita. In termini assoluti, inoltre, il mercato dei prestiti alle imprese registra un maggior numero di *player* attivi rispetto al mercato dei prestiti ai consumatori: 100.000 vs. 50.000. Da ultimo, anche la distribuzione tra i due mercati è differente: a dicembre 2017 il mercato del *consumer lending* registra in media 6 *borrower* per ogni *crowd-investor*, mentre vi sono due investitori per ogni *crowd-borrower* nel mercato dei finanziamenti destinati ai consumatori.

Il mercato statunitense

Negli USA le due maggiori piattaforme di *marketplace lending* (Lending Club e Prosper) operano principalmente nel mercato del credito al consumo e nel 2015 hanno permesso l'erogazione di prestiti per oltre 10 miliardi di dollari (contro circa 5 nel 2014 e poco più di 2 nel 2013) (Bofondi 2016). Secondo i dati rilasciati da AltFI (2018) le quattro più importanti piattaforme operanti nel mercato statunitense hanno un erogato, a luglio 2018, di 72 miliardi di dollari per i prestiti destinati ai consumatori (Lending Club, Prosper e Sofi) e di 8 miliardi per i prestiti destinati alle

imprese. Secondo i dati aggiornati al primo trimestre 2019, i prestiti erogati ai consumatori ammontano a 74 miliardi di dollari e quelli destinati alle imprese a 9 miliardi di dollari. Secondo le informazioni reperibili sui siti delle piattaforme, circa il 70 per cento di questi prestiti è stato destinato a consolidare debiti esistenti (contratti principalmente per mezzo di carte di credito *revolving*). Le potenzialità di crescita ulteriore in questo settore sono notevoli: Goldman Sachs (2015) stima che l'ammontare dei prestiti erogati dagli intermediari tradizionali che potrebbero essere rifinanziati ricorrendo al *marketplace lending* sia pari a circa 285 miliardi di dollari.

Nel mercato statunitense, nel 2015, vi erano circa un centinaio di *lending marketplace* valutate per almeno 1 miliardo di dollari ciascuna e, nel complesso, nella prima metà del 2017 le stesse hanno raccolto cifre per un ammontare superiore a 3,5 miliardi di dollari. Tra gennaio e dicembre 2017, senza distinguere fra *Donation, Equity, Lending e Reward Based*, 636 piattaforme hanno fatto domanda per essere ammesse alla pubblicazione di *campaign* attraverso la Regulation A+ o Regulation Crowdfunding (Singh 2018).

Oltre Lending Club e Prosper, tra le più importanti vi sono Stripe (fondata nel 2010 e valutata 9,2 miliardi di dollari ad oggi), SoFi (fondata nel 2011 e valutata 4,3 miliardi di dollari), GreenSky (fondata nel 2006 e valutata circa 3,6 miliardi di dollari), Credit Karma (fondata nel 2007 e valutata 3,5 miliardi di dollari) e a seguire Oscar, Avant, Zenefits, AvidXchange, Robinhood. Solo Prosper e Sofi si occupano di *DLM* verso i *millennial*; le altre piattaforme svolgono, invece, come attività principali la facilitazione dei pagamenti, finanziamenti per ristrutturazioni, valutazione del merito di credito, agevolazioni per l'uso della Obamacare (Avant, ad esempio, si occupa di prestiti a clienti poco meritevoli e sconto fatture).

Tabella 4: Quote di mercato negli USA (dati al 2017)

piattaforma	volumi negli USA			
	ultimi 90 giorni (quota di mercato, %)	ultimi 90 giorni (in mln €)	year to date (in mln €)	volumi cumulati (in mln €)
i. Prestiti ai privati				
Sofi	73.2	2,846.7	2810.2	30,000.0
Lending Club	20.9	812.8		28,278.9
Prosper	5.9	231.3		10,872.2
ii. Prestiti alle imprese				
OnDeck	10	182.1		7,720.7

Fonte: nostre elaborazioni su dati AltFi (circa il 60% dei volumi è auto-dichiarato dalle piattaforme e non verificato da AltFi).

Il mercato cinese

Il *marketplace lending* di matrice cinese si può definire come il più diffuso al mondo sotto diverse sfaccettature: tassi di crescita, numero di piattaforme, volume dell'erogato, platea di *crowd-investor* e *crowd-borrower*, così come penetrazione nel mercato.

Il motivo per cui la Cina sia stata terreno fertile per la sua crescita è da ricondurre soprattutto al forte interesse per questo tipo di finanziamenti/investimenti da parte dei *player* di mercato. Ovvero, l'ampio bacino di investitori *retail* pronti a finanziare questo nuovo mercato, così come l'elevata domanda per questo tipo di finanziamenti da parte degli individui e micro e PMI cinesi hanno fatto sì che il fenomeno si sviluppasse quasi spontaneamente.

In particolare, una recente ricerca condotta da ACCA (2018) mostra che *borrower*, proprietari di micro imprese e PMI costituiscono tra il 20% e il 40% dei richiedenti fondi. Inoltre, l'applicazione della finanzia alternativa ai modelli di prestito, pare abbia creato un nuovo canale per la concessione del credito e aumentato l'accesso alle fonti di finanziamento. Infatti, un recente sondaggio (ACCA 2018) riporta che più della metà dei *crowd-borrower* che utilizzano le *lending marketplace* non avevano esperienze passate di prestito con istituti bancari. Un altro dei motivi che ha favorito la crescita dei *lending marketplace* è stato certamente una regolamentazione favorevole sia per il *lending* che per l'*equity -crowdfunding*, ha incoraggiato le società ad innovare e ad espandersi attraverso le piattaforme di *lending* (alcune delle quali hanno beneficiato anche del sostegno dello Stato). Come per altri paesi, inoltre, l'asimmetria informativa tra piccole e micro aziende e consumatori, per i quali le informazioni sul credito sono imperfette, e gli intermediari creditizi ufficiali porta ad una limitata disponibilità di servizi finanziari per i primi (anche in termini di costo del credito) rendendo le piattaforme di *lending* la migliore alternativa. BIS (2018) riporta che il rapporto tra i prestiti di nuova emissione originati dai *lending marketplace* e quelli bancari avevano raggiunto il 40% a giugno 2016 e che, a giugno 2018, si attestano al 10%, mentre il rapporto tra i prestiti originati dai *lending marketplace* e i prestiti bancari in essere era circa dell'1%.

Come anticipato, il mercato cinese è da sempre stato una delle piazze più proficue al mondo per la diffusione dei *lending marketplace* ma le modalità con cui le piattaforme operano nel corso del tempo sono cambiate: da modelli di abbinamento semplici (in cui gli investitori presentavano offerte per i contratti proposti dai prenditori), a strutture più complesse, che prevedono - per esempio - un raggruppamento in pool dei fondi dagli investitori e/o che fornivano garanzie sul credito in conto capitale. In linea con quanto avvenuto negli altri mercati, dopo una crescita molto rapida tra il 2013 e il 2016, anche in Cina i prestiti di nuova emissione si sono ridotti negli ultimi tre mesi. La maggiore espansione per quanto concerne il numero di piattaforme è avvenuta fino alla fine del 2015 con 3477 piattaforme operanti nel paese, e dalla fine del 2015, il numero totale di piattaforme si è ridotto (Stern et al. 2018). Song (2018) riporta 1553 piattaforme attive a giugno 2017. Probabilmente una delle motivazioni della rapida riduzione è stata l'introduzione della nuova regolamentazione nel 2016 che pone un ammontare massimo al prestito

che lo stesso *crowd-borrower* può richiedere alla stessa piattaforma e un ammontare massimo a quello che può richiedere su diverse piattaforme. Infatti, a causa di pratiche inappropriate e frodi (schema Ponzi), vi è stato un aumento nel numero delle insolvenze e una rapida crescita nel numero di piattaforme considerate "problematiche". Nuove norme hanno così impedito alcune pratiche, come la raccolta di fondi destinati alle società stesse, la garanzia degli investimenti, vietati i prestiti di nuova emissione agli studenti ed è stata imposta una regolamentazione più stringente per quelli regolati in contanti.

In termini di volumi, i prestiti erogati dai *lending marketplace* cinesi sono aumentati dal gennaio 2014 a marzo 2017 di circa 29 volte attestandosi a circa 1340 miliardi di dollari. Song (2018) riporta che i volumi si sono ridotti a 607 miliardi a marzo (2018). Il *break-down* per destinazione del finanziamento mostra che poco meno del 60% è destinato a prestiti al consumo, circa il 20% prestiti alle imprese e circa il 20% allo sconto fatture (BIS, 2016). Come negli Stati Uniti, in Cina è comune ricorrere a prestiti per finanziare gli studi superiori mentre, tra i prestiti destinati alle imprese, le stesse generalmente desiderano procurarsi fondi sia per finanziare capitale circolante che per finanziare progetti di investimento. Per quanto concerne la numerosità di *borrower* e investitori, nella prima metà del 2017, avevano raggiunto i 4,32 e 8,3 milioni rispettivamente. Infine, in termini di rendimento dell'investimento, i tassi di rendimento a favore degli investitori si sono ridotti in misura considerevole dal 25% del 2014 a meno del 9% a fine del 2017% (Stern et al. 2018). Inoltre, la durata media dei finanziamenti è aumentata, da 5,4 mesi del 2014 a 10 mesi del 2017.

5 Il ruolo centrale assunto dal servizio di valutazione del merito creditizio e di *credit scoring* nel contesto del *marketplace lending*

F. Mattassoglio

5.1 Le piattaforme e il servizio di valutazione del merito creditizio e di *credit scoring*

Fra i servizi offerti dalle piattaforme, quello che da più parti viene indicato come sempre presente è la **valutazione del merito di credito** dei richiedenti (svolta in via diretta oppure tramite un *provider* esterno: CGFS e FSB 2017; cfr. anche §§ 4.1.8 e 6.10).

Data la peculiarità delle funzioni svolte della piattaforma, questa attività acquista **connotazioni nuove** rispetto a quelle finora avute entro il sistema creditizio tradizionale e un ruolo centrale nell'ambito del funzionamento della piattaforma stessa⁵⁵, il che rende opportuno dedicarvi specifica attenzione in questa sede.

55 In questo senso v. OCSE (2015) pp. 10-11.

La valutazione del merito creditizio rappresenta, innanzitutto, un *pre-screening* per l'ammissione del richiedente ai servizi offerti dalla piattaforma, in grado di assumere una funzione specifica per ciascuno dei soggetti coinvolti. Più in dettaglio, essa assume rilievo:

- per la **reputazione del gestore della piattaforma**, interessato ad ammettere sulla medesima soltanto richiedenti che presentino un sufficiente livello di affidabilità nell'ottica del rientro del credito (a differenza di quanto accade per banche e intermediari finanziari i quali compiono la valutazione del rischio di credito al fine di evitare perdite su crediti e di garantire la propria stabilità patrimoniale);
- per il **finanziatore (*crowd-investor*)**, che sarà messo in condizione di investire il proprio denaro assumendosi il rischio che è disposto ad accettare in relazione a un determinato rendimento e a una specifica durata del finanziamento (sia nel caso di *active lending* sia nel caso di *passive lending*, ma con una intensità differente e maggiore nel secondo caso). Più in dettaglio, all'esito della valutazione del rischio creditizio, viene attribuita una classe di rischio a ciascuna richiesta di finanziamento che, a seconda dei modelli, si aggiungerà ad altri dati messi a disposizione sul sito per orientare e indirizzare la scelta degli investitori o piuttosto sarà l'unica informazione disponibile;
- per il **prenditore di credito**, consentendogli di indebitarsi in modo responsabile (sia con riguardo alla fattibilità del suo progetto, sia con riguardo a un eventuale sovra-indebitamento) e alle condizioni economiche corrispondenti al suo profilo di rischio.

Detta valutazione può essere, altresì, la base per il *matching* automatico tra la richiesta e l'offerta di finanziamento, quando l'investitore non può esprimere una scelta diretta.

Infine, essa è utile per il *pricing* sui prodotti, qualora la piattaforma gestisca anche un mercato secondario (in una prospettiva di *monitoring*).

Quasi sempre, per esigenze legate alla celerità del procedimento di erogazione del prestito, detta attività viene svolta con modalità automatizzate - c.d. *credit scoring*⁵⁶ - e, sempre più spesso, sulla base di una pluralità di dati fra cui anche i c.d. *soft data* (cioè dati non strutturati e non finanziari), in ragione del non facile accesso da parte delle piattaforme a quelli di tipo *hard* (su cui vedi *infra*).

Vero è che l'utilizzo di modalità tecnologicamente avanzate per la valutazione del merito creditizio non è prerogativa esclusiva delle piattaforme, essendo riscontrabile, in crescente quantità e intensità, anche nell'ambito dell'operatività delle banche e degli intermediari finanziari tradizionali. E neppure si tratta di un fenomeno emerso solo oggi.

⁵⁶ Il *credit scoring* è quel punteggio o indicatore numerico che viene attribuito a ciascun singolo richiedente, grazie all'applicazione di modelli statistici che consentono di valutare, in termini predittivi o probabilistici, profilo di rischio, affidabilità e puntualità nei pagamenti di ciascun singolo potenziale debitore.

Già dagli anni ottanta, infatti, la profilatura del prestatore di credito viene svolta dalle banche (dunque dallo stesso soggetto che eroga il credito), nell'ambito dell'attività istruttoria, con modalità in parte automatizzate che, però, nel contesto tradizionale, si sono sempre basate su dati *hard* (Ferretti 2009; Handzic, Tjandrawibawa, Jeo 2003) e quasi sempre senza esclusione della validazione da parte di un decisore umano (Pottow 2007). Pure abituale è lo svolgimento del servizio di *credit scoring* - non considerato di per sé di natura finanziaria - da parte di soggetti (ad es. CRIF) diversi dalle banche e dalle finanziarie *ex art. 106 t.u.b.*, alle quali però il servizio comunque si rivolge con conseguente assunzione ultima di responsabilità dell'esito del *credit scoring* al momento dell'erogazione del credito.

La situazione è venuta a modificarsi in ragione delle tecnologie abilitanti (quali *big data analytics*, algoritmi e *machine learning*) che si sono, più di recente, cominciate a impiegare (a partire dal mondo *FinTech* e dalle piattaforme per diffondersi anche tra gli operatori tradizionali) al fine di sfruttare le potenzialità offerte dalla c.d. *data driven economy*⁵⁷ (ne sono un esempio il c.d. FICO *Expansion Score* ma anche il nuovo *Experian Income Insight* o l'*Equifax Decision 360* cui ci si riferisce con il termine di *Alternative Credit Scoring*) (Robinson e Yu 2014).

Le crescenti dimensioni del fenomeno hanno, di recente, attratto l'attenzione di organismi internazionali⁵⁸ e, in particolare, della Banca Centrale Europea (ECB 2018) che, ritenendo il *credit scoring* fonte di rischi specifici bisognosi di correlati presidi di governo, ha introdotto, per la prima volta, per le c.d. *Fintech Bank*, ossia soggetti che hanno «*a business model in which the production and delivery of banking products and services are based on technology-enabled innovation*»⁵⁹, uno specifico *assessment* per la fase di *credit scoring* necessario ai fini del rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria (le disposizioni non si rivolgono, evidentemente, ai gestori di piattaforme che non sono soggetti a vigilanza BCE).

Come è stato più sopra evidenziato, nel caso delle piattaforme, l'utilizzo di tecnologie abilitanti riveste peraltro contorni ancora più problematici sia perché le medesime (a differenza delle banche) non si assumono, se non in misura molto circoscritta, il rischio di credito, sia perché il processo di automazione riguarda non

57 Commissione Europea (2017d); Commissione Europea (2014); Commissione Europea, Comunicazione Strategia per il mercato unico digitale in Europa, COM(2015)192 final, Bruxelles 6 maggio 2015, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A52015DC0192>; id., Comunicazione sulla revisione intermedia dell'attuazione della strategia per il mercato unico digitale. Un mercato unico digitale connesso per tutti, COM(2017)228 final, Bruxelles 10 maggio 2017, http://eur-lex.europa.eu/content/news/digital_market.html?locale=it.

58 L'EBA, nella *Fintech Roadmap* (EBA 2018), pone quale obiettivo per il 2019 il monitoraggio della «*financial exclusion in the context of big data algorithms*» e la verifica «*whether or not this potential risk may need any immediate action, particularly as regards potential non-transparent credit scoring and decision-making and risks related to the ethics of algorithms*» (p. 6). Per un'analisi dei rischi e dei benefici correlati all'uso della tecnologia dei big data nell'ambito finanziario, v. ESAs 2018.

59 ECB (2018), p. 3. Data la varietà di istituzioni che operano all'interno dell'unione europea, le linee guidano precisano che in quest'ambito possono rientrare «*new fintech subsidiaries of existing authorised banks; new market participants that adopt technological innovation to compete with established banks through the value chain, as well as existing financial service providers (e.g. payment institutions, investment firms, electronic money institutions, etc.) that extend their scope to include banking activities and can therefore be considered new market entrants requiring a banking licence*».

solo il *credit scoring* ma anche il successivo *matching* ovvero l'abbinamento tra richiedenti e prestatori.

Il tema, di notevole rilevanza, continua a essere poco indagato in letteratura, sia giuridica sia economica (con qualche eccezione data, fra i giuristi, da Mattassoglio 2018a e Ferretti 2018; fra gli economisti, da Abdou e Pointon 2011); data la sua novità, mancano, inoltre, evidenze empiriche sulla bontà degli esiti di istruttorie del credito "ad alta automazione" (CGFS e FSB 2017, p. 31).

Da qui la necessità di un approfondimento, cui saranno dedicate le pagine seguenti, volto a delineare i rischi e le opportunità connessi allo svolgimento di tale attività da parte delle piattaforme, a partire dalle tipologie di dati e dalle modalità di analisi impiegate. Nella medesima prospettiva, interessante è poi uno studio empirico condotto dall'Università di Pavia (Giudici e Hadji-Misheva 2017; Ahelegbeya, Giudici e Hadji-Misheva 2019) che evidenzia come il *rating* attribuito da una delle più note piattaforme *consumer-based* non sembri in grado di predire in modo accurato il *default* dei soggetti valutati mediante le nuove metodologie. Per tale ragione, gli Autori dello studio auspicano lo sviluppo di ulteriori modelli statisticamente predittivi, in grado di acquisire e utilizzare altre e più utili informazioni con riguardo sia al richiedente, sia al *network* cui esso appartiene. Sempre secondo tale studio, il modello analizzato appare, invece, più efficiente con riguardo alle piccole e medie imprese.

5.2 Le tipologie di dati poste a base del servizio e il ruolo dei sistemi di rilevazione centralizzata dei rischi creditizi

Le banche e le finanziarie "tradizionali" basano il proprio giudizio su una serie di informazioni sui potenziali debitori riconducibili all'ambito dei c.d. *dati hard* (Stein 2002; Petersen 2004), ossia dati oggettivi e facilmente verificabili che, con riguardo ai prenditori di credito consumatori, concernono la storia creditizia (tipologia dei crediti richiesti in precedenza, regolare pagamento o ritardi, etc.), il reddito e il patrimonio, la movimentazione dei conti di pagamento (Simionato 2009). Nel caso di imprenditori, invece, la valutazione prende in considerazione le capacità professionali e gestionali, i dati di bilancio, le caratteristiche dell'investimento e il *business plan* (Yan, Yu, Zhao 2015).

Si tratta di una tipologia di dati che, come noto, è di difficile reperibilità data l'asimmetria informativa insita nel mercato creditizio.

Il finanziatore tradizionale può, infatti, ottenere dette informazioni direttamente dal richiedente, grazie, ad esempio, alla compilazione di schede o formulari al momento della richiesta di prestito (dati diretti); oppure osservando l'attività del richiedente, qualora sia già un cliente, attraverso la movimentazione dei suoi conti, la richiesta di prestiti precedenti, etc. (dati osservati sul richiedente); oppure ancora mediante consultazione delle banche dati creditizie (centrali rischi o *credit bureaux*). Queste ultime svolgono una funzione fondamentale, grazie alla raccolta di dati finanziari sulle persone fisiche e sugli enti collettivi, favorendo una

maggior circolazione delle informazioni (c.d. *sharing information*) (Sciarrone Alibrandi e Mattassoglio 2017; Ferretti 2018).

Un siffatto sistema rappresenta, peraltro, un serio ostacolo all'ingresso delle piattaforme sul mercato, poiché esse non solo non possono contare sul patrimonio informativo storico degli *incumbent* (Packit e Lev-Aretz 2016) ma sono anche spesso escluse dalle banche dati pubbliche⁶⁰, potendo accedere solo a quelle private, previa sottoscrizione del relativo contratto⁶¹ (Sciarrone Alibrandi e Mattassoglio 2017). Meno complesso può apparire il reperimento delle informazioni relative alle imprese, posto che anche le piattaforme possono generalmente accedere ai bilanci (Rossi 1988), che consentono di acquisire una serie di elementi di rilievo (quali la redditività operativa, la liquidità, la struttura finanziaria e patrimoniale dell'impresa, etc.)⁶²; le difficoltà ritornano però con riguardo alle PMI, i cui bilanci presentano in genere un grado di dettaglio e un livello informativo di gran lunga inferiore alle società con strumenti finanziari trattati nei mercati regolamentati o in altre *trading venues*, con conseguenti problemi di accesso al credito come dimostra l'attenzione ad esse rivolta, a livello europeo, dalla strategia della c.d. *Capital Markets Union* (Commissione Europea 2015).

Un miglioramento delle modalità di circolazione di alcune informazioni di tipo *hard* deriva dalla direttiva PSD2 n. 2015/2366, che, al fine di aprire maggiormente il settore dei servizi di pagamento alla concorrenza di operatori non tradizionali, accoglie l'idea di un sistema di *open banking*, imponendo a enti creditizi e istituti di pagamento di mettere a disposizione le informazioni relative ai conti di pagamento di ciascun singolo utente, in modo obiettivo, proporzionato e non discriminatorio (art. 36 PSD2), attraverso sistemi sicuri, le c.d. *Application Programming Interfaces* (API). Tali API consentono l'accesso allo stato dei conti di un cliente a terze parti dallo stesso cliente autorizzate (fra cui potrebbero esserci anche i *marketplace lending* che hanno scelto la qualificazione giuridica alla stregua di *third-party provider - TPP*), con potenziali effetti benefici anche sotto il profilo della circolazione di informazioni su cui basare la valutazione del merito creditizio dei richiedenti un prestito.

La Gran Bretagna ha deciso, negli ultimi anni, di affrontare la questione relativa alla difficoltà di accesso alle informazioni per le PMI, grazie al regolamento 2015/n. 1945, *The Small and Medium Size Business (Credit Information)*, entrato in vigore il 1 gennaio 2016.

60 I *lending marketplace* autorizzati a operare come istituti di pagamento (IP) sono infatti escluse dal sistema informativo della Centrale dei rischi gestita dalla Banca d'Italia (Istituita con delibera Cicr del 16 maggio 1962 ed entrata effettivamente in funzione nel marzo del 1964); sono ammesse, invece, le piattaforme autorizzate ex art. 106 t.u.b..

61 In merito, si veda ACCIS (2015).

62 In Italia, ad esempio, questi dati sono raccolti a livello centralizzato dalla Centrale dei bilanci, costituita nel 1983, da Banca d'Italia, ABI e dai singoli enti creditizi. Essa contiene i dati relativi a oltre 40.000 società, che vengono aggiornati annualmente, per maggiori informazioni si v. <http://www.centraledeibilanci.it>. Inoltre, si deve ricordare la Banca dati privata Cerved che raccoglie informazioni sulle PMI e sulle società di maggiori dimensioni, www.cerved.com.

La disposizione in discorso introduce un sistema di scambio di informazioni creditizie relative alle SME tra banche e "credit reference agencies" (CRA), con la funzione di intermediari. La circolazione dei dati è finalizzata ad aiutare gli intermediari finanziari (anche non bancari) nel decidere se offrire credito (sotto forma di finanziamento, prestito o credito) a un certo soggetto, tenendo in particolare considerazione: la capacità di rimborso del prestito; la verifica dell'identità dei titolari dell'impresa; la capacità di farvi fronte, etc. Le banche identificate dal Tesoro, previa richiesta di informazioni presentata da una delle "designated CRA" (incaricate sempre dal Tesoro e rispondenti ad una serie di requisiti), devono fornire i dati richiesti, entro il termine di 30 giorni (art. 3). I dati oggetto di trasferimento possono essere soltanto quelli che riguardano le SME che vi hanno espressamente acconsentito, sottoscrivendo un accordo con la banca stessa. Le informazioni raccolte dall'agenzia possono essere trasmesse, a richiesta, a un altro intermediario finanziario qualora quest'ultimo sia d'accordo con l'agenzia circa l'eventuale utilizzo delle informazioni, abbia ricevuto il consenso della società richiedente il prestito e sia altresì disposto a pagare quanto stabilito. La disposizione prescrive, ancora, che, qualora il prestito sia rifiutato, la banca designata ha il dovere di condividere le informazioni sul cliente in suo possesso con piattaforme online, al fine di agevolare l'eventuale contatto con *alternative providers*.

Più in generale, anche a livello europeo si stanno muovendo dei passi al fine di creare un sistema informativo centralizzato, per consentire un miglioramento dell'offerta di credito alle SME⁶³. Tra le misure volte a migliorare la circolazione di informazioni relative a queste ultime, occorre segnalare il nuovo sistema Anacredit, istituto della BCE⁶⁴.

A partire da settembre 2018, esso impone a istituti bancari, enti deposito, società finanziarie o veicolo (ma non ai *lending marketplace* che, come si è già visto sopra, rispetto alle centrali dei rischi pubbliche, non sono inserite tra i soggetti tenuti alle segnalazioni né fra i destinatari delle medesime) di segnalare i crediti, superiori a 25 mila euro, concessi alle persone giuridiche. Per ciascun tipo di rapporto, il finanziatore deve mettere a disposizione un elenco completo di attributi e misure (oltre 100 elementi) particolarmente dettagliati e "granulari".

Tali dati sono oggetto di uno scambio reciproco, creando un c.d. flusso di ritorno, da parte delle Banche Centrali Nazionali (BCN) verso i soggetti dichiaranti. L'art. 11 del regolamento, infatti, prevede che le Banche centrali abbiano il diritto di condividere con gli enti creditizi soggetti agli obblighi di comunicazione i dati sul credito, ivi inclusi quelli provenienti da altre BCN, con cui abbiano precedentemente raggiunto un accordo circa lo scambio delle informazioni. Inoltre, sempre le BCN potranno diffondere eventuali altri "sottoinsiemi di dati sul credito" di cui siano venute in possesso. A loro volta, i dichiaranti, che riceveranno le informazioni di ritorno, saranno tenuti a utilizzarle esclusivamente ai fini del miglioramento della gestione del rischio di credito e per arricchire la qualità delle informazioni di cui dispongono. L'art. 8, comma 4, prevede inoltre che le BCN possano raccogliere le informazioni da trasmettere alla BCE in più ampi quadri di segnalazione nazionale, a seconda della propria disciplina nazionale o da altre fonti, senza ulteriore specificazione (comma 5).

Le criticità appena rappresentate trovano conferma in recenti studi di organismi internazionali (CGFS e FSB 2017), ove si evidenzia come le piattaforme non

63 In proposito, si v. § 1.3. della Comunicazione della Commissione Europea, Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali, del 30.9.2015, COM(2015)468Final, in www.eur-lex.europa.eu.

64 Disciplinato dal Regolamento UE della BCE 2016/867 del 18 maggio 2016, sulla raccolta dei dati granulari sul credito e sul rischio di credito (BCE/2016/13), www.ecb.europa.eu.

abbiano, di solito, a disposizione un sufficiente numero di dati *hard* relativi a profili quali entrate, reddito nonché eventuali debiti già contratti soprattutto per quanto riguarda le persone fisiche. Di conseguenza, il sistema di valutazione delle piattaforme viene considerato una possibile causa di vulnerabilità soprattutto in caso di rischio altamente esogeno (CGFS e FSB 2017, p. 31).

A fronte di questa maggiore difficoltà nella raccolta di dati *hard*, le piattaforme⁶⁵ si sono distinte per aver messo a punto sistemi di valutazione – i c.d. *Alternative Data Scoring*⁶⁶ – che sfruttano invece anche i c.d. dati *soft*⁶⁷ (Stein 2002; Petersen 2004).

Le piattaforme, in particolare, possono ottenere informazioni: a) direttamente dal richiedente (tramite la compilazione di formulari *on line*) (dati diretti); b) tramite l'osservazione del richiedente (nell'ambito della navigazione sul web, dell'utilizzo di una applicazione, dell'interazione su piattaforme *social* come Facebook o Twitter, etc.) (dati osservati) (Mattassoglio 2018); c) in modo derivato o inferito tramite una rielaborazione di comportamenti che non riguardano direttamente il richiedente ma soggetti che sono stati ricondotti nell'ambito del medesimo profilo (dati inferiti), grazie alle nuove tecnologie dei *big data* su cui vedi subito *infra* (Mayer-Schonberger, Cukier 2013; Di Porto 2016; Zeno-Zencovich e Giannone Codiglione 2016; Mattassoglio 2017).

5.3 Le modalità di valutazione dei dati: le procedure automatizzate di *credit scoring*

L'individuazione del *credit scoring*, sia nella versione più tradizionale del servizio sia in quella più evoluta, comporta l'utilizzo di un algoritmo per risolvere un c.d. problema non strutturato, ossia privo di una sola soluzione corretta, ma dipendente dal tipo di dati che vengono impiegati per il suo funzionamento e dal modello di debitore ideale che si sta cercando (Barocas e Selbst 2016).

Nel modello tradizionale di *credit scoring* ci si avvale di algoritmi semplici che utilizzano un numero limitato di dati *hard* come *input*. Il c.d. FicoScore, ad esempio, impiega esclusivamente cinque categorie di dati del richiedente secondo la seguente ponderazione: storia creditizia (35%); reddito (30%); lunghezza della storia creditizia (15%); tipologia di prestiti già richiesti (10%); tipo di credito per cui si è fatta istanza (10%)⁶⁸.

65 CGFS e FSB 2017 ricorda come molte piattaforme abbiano sviluppato tecniche di *credit scoring* grazie all'utilizzo di tecnologie innovative.

66 Alternative Credit Scoring: l'uso di nuovi metodi di «data sourcing» per la profilazione del rischio di credito di enti o persone fisiche.

67 Come si evince dal report pubblicato dall'EBA sull'uso delle informazioni relative ai consumatori da parte delle istituzioni finanziarie (EBA 2017). Questa tendenza, peraltro, varia molto a seconda del Paese membro considerato e, soprattutto, dei tipi di dati *hard* che sono resi disponibili dai sistemi di *credit bureaux*. In alcuni Paesi, ad esempio, sono disponibili soltanto dati negativi, mentre in altri casi sono raccolte informazioni anche su quelli positivi.

68 My Fico, Credit Education, consultabile sul sito <http://www.myfico.com/CreditEducation>.

Sistemi più complessi di *credit scoring* – che risultano peraltro già impiegati da alcune piattaforme – riescono ad analizzare una notevole quantità di informazioni (anche *web-soft*) grazie ad algoritmi di *machine learning* (Murphy 2012) che consentono al «computer di apprendere specifici compiti direttamente dai dati, senza la necessità di una esplicita, dedicata programmazione» (Mattassoglio 2018; D'Acquisto, Naldi 2017). L'algoritmo è in grado di imparare a individuare, e successivamente migliorare, le categorie e gli attributi di interesse, ai fini di un determinato processo decisionale, sulla base dei dati analizzati, senza alcun intervento volontario da parte dei programmatori, mutando rispetto alla "forma" che aveva in origine (Domingos 2012; Tutt 2016; Burrell 2016).

Ciò richiede l'utilizzo di tecniche di *data analysis*, quali la c.d. *Big Data Analytics* (BDA), che mette in evidenza relazioni statistiche di un determinato *data set*, al fine di individuare modelli utili che rivelano regolarità sulla cui base possono in seguito essere prese decisioni (Fayyad 2001).

"Big data" è locuzione con la quale, in prima approssimazione, si fa riferimento non solo (e non tanto) all'incessante crescita nella (capacità di) memorizzazione e trattamento automatico di dati (direttamente o indirettamente personali), quanto ad una metodologia di trattamento di (estesi e non di rado eterogenei) *dataset* finalizzata ad assumere decisioni, sulla base di correlazioni anziché su un'accertata regolarità causale (Mayer-Schonberger e Cukier 2013), che (presto o tardi) possono avere un effetto/impatto sui singoli.

Nel settore del *credit scoring*, un esempio importante è costituito dall'algoritmo proprietario di ZestFinance⁶⁹ (Robinson e Yu 2014), che consente di analizzare migliaia di dati tratti da attività *online* e *offline* degli individui⁷⁰ (quali il tempo medio impiegato per leggere e sottoscrivere le condizioni contrattuali; luoghi e modalità di spesa; contatti *social*, etc.).

5.4 Rischi ed opportunità connessi al *credit scoring*

Assodato che l'ampliamento della tipologia e delle fonti di informazione poste alla base della valutazione del merito creditizio consente, sul presupposto che "*all data is a credit data*" (Merril 2014), di superare il problema del difficile accesso alle informazioni creditizie da parte dei gestori delle piattaforme e, più in generale, promuove una maggiore concorrenza tra operatori del credito, opinioni discordanti si riscontrano in punto di opportunità e rischi connessi alla valutazione del rischio creditizio cd. "ad alta automazione".

Fra le opinioni a favore, si annoverano alcuni studi che, oltre ad aver individuato un'effettiva correlazione tra un buon pagatore e la sua disponibilità a rendere noti i propri contatti, evidenziano come le informazioni tratte dai *network* digitali possano essere particolarmente utili ai fini della determinazione del *credit*

69 Zestfinance.com, How We Do It, www.zestfinance.com/how-we-do-it.html.

70 U.S. Patent App. No. 14/276,632 (filed May 13, 2014), <http://www.google.com/patents/US20150019405>.

score dei singoli soggetti (Ge, Feng, Gu 2016; Iyer, Khwaj, Luttmer, Shue 2016 e 2011; Lin, Prabhala, Viswanathan, Judging 2010). In questa prospettiva, si sottolinea che le nuove metodologie consentono una più accurata conoscenza del singolo richiedente, con conseguente miglior attribuzione del livello di rischio e dell'allocazione delle risorse finanziarie per tutte le parti coinvolte nel contratto di finanziamento, nonché maggiore stabilità dell'ordinamento nel suo complesso. Si rinviengono altresì studi secondo cui, per questa via, si realizzerebbe anche l'obiettivo di maggiore inclusione finanziaria, potendo essere ammessi al credito anche soggetti, nell'ambito del sistema tradizionale di valutazione basato per lo più sulla storia creditizia del richiedente (K. Wack 2013), considerati *un-banked* (non bancabili) o *under-banked* (soggetti le cui entrate di solito non consentono di accedere ai servizi bancari)⁷¹.

Non mancano, però, opinioni (Robinson e Yu 2014; National Consumer Law Center 2014) che criticano la complessità e l'opacità di simili modalità operative (FSB 2017b). Secondo tale orientamento, dette metodologie sarebbero destinate a restare in gran parte oscure (Burrell 2016), anche in ragione della estrema velocità con cui le medesime si evolvono, velocità che rende difficile la loro comprensione e quanto mai ardua la loro disciplina (Robinson e Yu 2014). Esse, inoltre, acuendo le già note problematiche in ordine ai processi di valutazione automatizzati basati sui soli dati *hard* (Ferretti 2009), potrebbero dar luogo a valutazioni erronee e a discriminazioni (Schmitz 2014; Citron 2008): ad esempio, penalizzando o escludendo (FSUG 2016) dai canali del prestito soggetti che già appartengono a fasce sociali più deboli (Federal Trade Commission 2016; Barocas, Selbst 2016), catalogandoli come "indesiderabili" (si pensi ai richiedenti che non sono in grado di utilizzare le connessioni a Internet o altre tecnologie, o che semplicemente non vogliono condividere i propri dati personali).

6 Il *marketplace lending* in Italia: volumi e caratteristiche strutturali delle piattaforme

F. Lenoci

6.1 L'avvio del fenomeno e il suo sviluppo in termini di volumi

Anche in Italia la nascita del *FinTech*, oltre a costituire una risposta alle sfide che il settore bancario tradizionale, specie negli anni della crisi finanziaria, non è stato in grado di affrontare, può dirsi un effetto della crescente digitalizzazione della società che ha radicalmente trasformato sia le attività personali che quelle imprenditoriali grazie ad una presenza sempre più pervasiva della tecnologia nella vita quotidiana. Le *lending marketplace* sono, infatti, in grado di rispondere ai bisogni dei soggetti in *deficit* e di quelli in *surplus* con modalità alternative rispetto agli intermediari tradizionali, in tempi brevi ed in modo dinamico; la loro offerta, unita

⁷¹ Per i vantaggi che potrebbero essere offerti da questa metodologia nell'ambito bancario v. ESAs 2018.; nonché EBA 2017.

alla crescente disponibilità di strumenti digitali presso la popolazione⁷², ha la potenzialità di soddisfare pienamente le odierne esigenze della clientela che richiede servizi convenienti, efficaci, accessibili e con una pluralità di punti di erogazione (quali piattaforme online e *device mobile*).

Nel nostro Paese, sebbene presente dal 2008, il credito intermediato dai *lending marketplace* stenta a crescere (con la rilevante eccezione dell'*invoice trading*). AltFi (2015), società che fornisce - su scala mondiale - statistiche in ambito di *alternative finance, digital banking* e *robo-advice*, riporta che nel 2015, nell'Europa continentale, si contavano 115 start-up attive nel *FinTech (marketplace lending, equity-based crowdfunding, robo-advisory, DLT)* con risorse raccolte/intermedie sul mercato, per il solo 2015, pari a 33,6 milioni di euro. Sempre in base ai dati messi a disposizione da AltFi (2015), emerge invece che dal momento del loro ingresso sul mercato le principali piattaforme italiane hanno consentito l'erogazione di finanziamenti per soli 26 milioni di euro; tuttavia, l'ammontare dei nuovi prestiti concessi nel 2015 è stato inferiore ai 10 milioni, circa un quarto dell'erogato totale dalle piattaforme presenti nell'Europa continentale.

Sul mercato italiano solo nel 2016 questo tipo di finanziamento si è rivolto alle imprese e nel 2017, con una progressione costante, il *business lending* ha raggiunto i 30,1 milioni di euro a fronte di un erogato europeo pari a circa 790 milioni di euro. Significativo è però il dato italiano del quarto trimestre 2017, con 9,8 milioni di euro erogati, in crescita del 106% rispetto al trimestre precedente e con quasi una quadruplicazione rispetto al dato del quarto trimestre 2016⁷³ (si noti, per l'appunto, che l'erogato annuale era inferiore a 10 milioni di euro nel solo 2015).

In premessa ad un'analisi dettagliata delle caratteristiche dei *lending marketplace* operanti in Italia pare opportuno un confronto con le piattaforme attive in altri ambiti di *crowdfunding*. A tal fine ci si avvale dei dati contenuti nel Report Starteed (2017), che è l'unica base dati che consente di effettuare tale valutazione. Secondo tale Report, considerando in modo aggregato le campagne di *crowdfunding* con modello *equity, lending, donation* e *reward*, sono stati raccolti nel 2017 € 41,4 milioni (circa il 30% del totale raccolto dal *crowdfunding* in Italia fino ad oggi, pari a € 133,2 milioni), con una crescita del 45% rispetto al 2016⁷⁴. Nell'ambito dell'intero ammontare raccolto dalle piattaforme italiane fino al 2017, il modello trainante è rappresentato proprio dalle piattaforme di *lending* attraverso cui sono transitati più del 50% dei fondi complessivamente raccolti (€ 75 milioni), seguito da quelle *donation* o *reward-based* (€ 34 milioni), *equity* (€ 18 milioni) e *Do it yourself*⁷⁵ (€ 4

72 Una ricerca realizzata da The European House (2016) mostra che ad oggi il 78% delle famiglie europee ha accesso ad internet e il 60% ad una rete 4G e che il mercato e-commerce in Italia vale oltre 13 miliardi di euro.

73 Tale crescita vede l'importante contributo di Lendix: 22 i progetti finanziati nel 2017° partire dal mese di maggio, per un totale di 7,7 milioni di euro e un importo medio di 351.500 euro.

74 Nel dettaglio, circa il 25% dei fondi raccolti nel 2017 sono destinati a finanziare (a titolo di equity o di debito) 76 start-up e PMI con una raccolta che supera gli 11 milioni di euro e un tasso di crescita del 150% rispetto al 2016.

75 Le campagne Do It Yourself (note anche come *crowdfunding* indipendente) prevedono che la creazione del sito web e la promozione al pubblico del progetto da finanziare partano direttamente dal borrower. La nascita e il recente sviluppo di questo tipo di finanziamenti è correlata ad un sempre più alto rejection rate da parte delle piattaforme di *marketplace lending*. La crescente diffusione del fenomeno ha infatti portato le piattaforme a modificare le

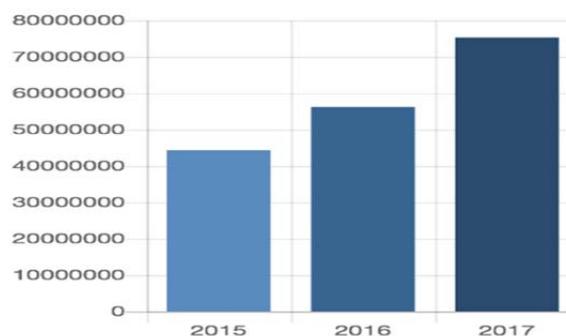
milioni). Se, tuttavia, si guarda alla crescita su base annuale tra il 2016 e il 2017, circa il 25% dei fondi raccolti è transitato attraverso le piattaforme *equity-based*, il che induce a ritenere che saranno le piattaforme *equity-based* a trainare il mercato negli anni a venire. Per quanto concerne la numerosità delle piattaforme presenti in Italia, sempre secondo il Report Starteed (2017), a novembre 2017, si contavano 67 piattaforme attive: di queste, 46 di tipo *donation* o *reward* (72% del mercato), 13 di tipo *equity* (20% del mercato) e 5 di *lending* (8% del mercato) (va sin d'ora segnalato, per chiarezza, che nonostante il Report Starteed censisca la presenza di 5 *lending marketplace* attivi in Italia, a novembre 2017 le medesime erano in realtà dieci).

Sempre stando ai dati riportati dal Report Starteed (2017), fra i 15.915 progetti finanziati, circa 8.500 progetti (con un valore medio di circa € 6.550 a progetto) sono stati finanziati tramite piattaforme *donation* o *reward-based*; circa 7.272 progetti (con un valore medio di circa € 55.500 a progetto) sono stati finanziati tramite *lending marketplace*; circa 78 progetti (con un valore medio di circa € 268.000 a progetto⁷⁶) sono stati finanziati da piattaforme *equity-based*; e, infine, circa 50 progetti (con un valore medio di circa € 121.700 a progetto) sono stati finanziati da piattaforme *Do it Yourself*.

Per quanto concerne in particolare i *lending marketplace*, secondo il medesimo Report i fondi raccolti nel 2017 dalle cinque piattaforme prese in considerazione da Starteed ammontavano a € 19.100.412, cifra corrispondente a poco più del 25% della raccolta complessiva delle piattaforme di *marketplace lending* a fine 2017 (€ 75.249.274) con una crescita del 34% rispetto ai dati del 2016 (Grafico 4).

Grafico 4: La crescita dei finanziamenti di *marketplace lending*

(volumi aggregati dei finanziamenti erogati tramite i *lending marketplace* in Italia)



Fonte: Starteed (2017).

regole per l'approvazione dei progetti imponendo requisiti più stringenti e rendendo non idonei progetti che in precedenza avrebbero passato il vaglio.

76 È interessante notare come il valore medio dell'investimento effettuato attraverso le piattaforme di tipo *equity-based* in Italia sia in linea con quello europeo ma come lo stesso sia solo 5 volte superiore al valore medio del finanziamento erogato attraverso una piattaforma di *marketplace lending* (questo moltiplicatore è pari a 10 a livello europeo).

Un altro recente rapporto, pubblicato dal Politecnico di Milano (Osservatorio CrowdFunding - Politecnico di Milano 2018) e aggiornato al 30 giugno 2018, correttamente indica come operative undici *lending marketplace*: sei di tipo *consumer* (Prestiamoci, Smartika, Soisy, MotusQuo, Blender, Younited Credit), tre di tipo *business* (BorsadelCredito.it, Lendix e Prestacap), cui si aggiungono due ulteriori piattaforme (Housers e The Social LenderLender) rispettivamente specializzate nel settore del *real estate* e in quello del *business lending*.⁷⁷ Il report del Politecnico omette anche di considerare piattaforme (quale ad es. Bondora) che, pur avendo un sito con sezioni in lingua italiana al fine di attrarre investitori residenti nel nostro Paese, non risultano dotate di stabili organizzazioni sul territorio nazionale, così come pure Terzo Valore, piattaforma di *lending* promossa da Banca Prossima a favore del *no-profit*. In un precedente report il Politecnico (Osservatorio CrowdFunding - Politecnico di Milano 2017) riporta stime di gran lunga superiori rispetto a quelle del rapporto Starteed e afferma che, solo nel 2017, il capitale raccolto dai *lending marketplace* sarebbe di € 88.282.000, di cui € 56.576.000 raccolti tra luglio 2016 e luglio 2017; i dati del 2018 riportano invece un aggregato di 216,5 milioni di euro erogato complessivamente tra le piattaforme di *business lending* e *consumer lending* (di cui circa 131 milioni raccolti tra giugno 2017 e giugno 2018).

Data la parziale disomogeneità della fotografia a livello domestico del fenomeno del *marketplace lending* che emerge dai dati riportati nei report Starteed (2017) e Politecnico di Milano (Osservatorio CrowdFunding - Politecnico di Milano 2017 e 2018) che testimonia le difficoltà legate al reperimento di informazioni relative al *marketplace lending*, nelle pagine seguenti si è scelto di dare ampio spazio alle informazioni direttamente reperite sui siti delle piattaforme (contenute sia in documenti contrattuali e di trasparenza in senso tecnico sia in pagine web, FAQ e altre dichiarazioni), nonché a quelle emerse nel corso di una serie di "interviste" che sono state condotte nell'ambito del Gruppo di lavoro Consob. Tale scelta metodologica rende necessario un *caveat*, relativo all'inevitabile sussistenza di una certa dose di soggettività nell'analisi e di alcuni limiti di comparazione. Va precisato, inoltre, che, tutti i dati reperiti sono riportati in forma anonimizzata evitando, per motivi di riservatezza, di menzionare in modo esplicito la piattaforma cui i medesimi si riferiscono.

6.2 I *business model* delle piattaforme italiane

Come già riportato *supra* nel § 4.1, da varie analisi⁷⁸ emerge che, a livello internazionale, le piattaforme di *marketplace lending* hanno adottato *business model* differenziati in funzione delle caratteristiche dell'economia locale e del *framework*

77 Queste **due** ulteriori piattaforme sono escluse dal presente studio per tipologia di attività e non esaustività dei dati a disposizione. Escluse rimangono anche Considerazione a parte meritano le piattaforme che si occupano esclusivamente di *invoice trading* che meritano considerazione a parte (e alle quali è dedicata una sezione al termine del paragrafo).

78 Cfr. BIS - FSB (2017), p. 10 ss.; Kirby e Worner (2014), p. 16 ss.

regolamentare e fiscale applicabile nel Paese in cui esse operano⁷⁹. Tali *business model* variano dal puro mettere in contatto potenziali prenditori con potenziali finanziatori a modelli quasi-bancari, nei quali la piattaforma (o un soggetto ad essa collegato) assume in proprio l'obbligo di restituire i fondi messi a disposizione dal prestatore ed eroga direttamente il finanziamento in favore del prenditore assumendo il relativo credito restitutorio.

Non tutti i *business model* sopra descritti si rinvengono nel panorama italiano, atteso che le piattaforme attive sul territorio nazionale sono riconducibili, con alcune varianti, al modello "*peer-to-peer tradizionale*" o al "*client segregated account model*" (volendo utilizzare la classificazione di Kirby e Worner; 2014⁸⁰) o al "*balance sheet model*" (quest'ultimo quando la piattaforma è gestita da un soggetto autorizzato a concedere finanziamenti)⁸¹. Non si rinvengono, invece, piattaforme che abbiano adottato il "*notary model*"⁸².

Alcune piattaforme, infine, mettono a disposizione dei finanziatori **fondi di garanzia** alimentati da contributi versati dai finanziatori stessi e/o dai finanziati, che assicurano, nei limiti della capienza dei fondi stessi, il ritorno del capitale e, talvolta, anche la remunerazione di quest'ultimo, dando così luogo ad un sistema che presenta profili di analogia con il "*guaranteed return model*"⁸³.

Nel prosieguo ci si atterrà alla diffusa partizione delle piattaforme in due gruppi in funzione delle caratteristiche soggettive dei prenditori. Seguendo tale criterio, in Italia si rinvengono oggi sei piattaforme che indirizzano le risorse raccolte alle persone fisiche (*consumer lending*): Prestiamoci, Smartika, Soisy, MotusQuo,

79 Per un'ampia rassegna degli approcci regolatori alle varie tipologie di crowdfunding adottati nei diversi ordinamenti, si rinvia a IOSCO (2015).

80 Nel modello "*peer-to-peer tradizionale*" la piattaforma si limita ad intermediare finanziamenti e ad offrire servizi accessori, quali la valutazione del merito creditizio dei prenditori, la gestione dei flussi di pagamento tra le parti o la differenziazione del rischio di credito assunto dal finanziatore mediante la suddivisione del capitale da lui fornito tra numerosi finanziati. Kirby e Worner (2014), p. 17, sottolineano la totale separazione dei fondi versati dagli investitori e di quelli restituiti dai *borrower* rispetto al patrimonio della piattaforma e definiscono il primo modello "*client segregated account model*", perché la segregazione dei fondi dei clienti è ottenuta mediante il loro versamento su conti di pagamento a loro intestati, che vengono movimentati dalla piattaforma in forza di apposito mandato.

Questa diversa classificazione, però non porta a risultati significativamente diversi da quelli ottenuti applicando quella proposta da BIS e FSB e appena riportata, poiché nel modello *peer-to-peer* tradizionale non si verifica mai la commistione tra i fondi dei clienti (*crowd-investor* e *crowd-borrower*) e quelli della piattaforma.

Per completezza, è opportuno evidenziare che Kirby e Worner (2014), p. 18, riconducono al "*client segregated account model*" sopra citato anche le piattaforme dove la segregazione dei fondi dei clienti è attuata mediante un *trust* gestito dalla piattaforma stessa in qualità di *trustee*.

81 Nel "*balance sheet model*" la piattaforma eroga in proprio il finanziamento utilizzando i fondi raccolti a vario titolo da investitori privati e investitori istituzionali e inserisce il relativo credito nel proprio bilancio, senza cederlo a terzi.

82 Nel "*notary model*" il finanziamento è intermediato dalla piattaforma ma erogato da una banca con i fondi raccolti presso i finanziatori; la banca cede poi il relativo credito alla piattaforma, che emette *note* che vengono assegnate ai finanziatori; questi ultimi non possono scegliere né il prenditore, né il progetto finanziato, ma solo esprimere le loro preferenze con riferimento alla durata e alla rischiosità dell'impiego. Appare appena il caso di segnalare che esistono piattaforme italiane specializzate in *invoice trading* (quale, ad esempio, WorkInvoice) che ammettono la partecipazione di società di cartolarizzazione in qualità di cessionari dei crediti commerciali offerti sulle piattaforme stesse. Non si ritiene, tuttavia, che tali piattaforme siano riconducibili al "*Notary Model*" descritto nel testo.

83 Nel "*guaranteed return model*" la piattaforma garantisce in proprio all'investitore la restituzione del capitale impiegato e/o un determinato ritorno su quest'ultimo.

BLender e Younited Credit. Tre sono, invece, le piattaforme che consentono di soddisfare le esigenze di finanziamento della clientela *business*: Borsa del Credito, Lendix e Prestacap. Una posizione a sé stante è occupata da Terzo Valore, piattaforma che consente di prestare denaro in modo diretto ai progetti *nonprofit*. Housers, The Social Lender e Bondora non rientrano nel campione di analisi per motivi differenti: la prima, nata nel 2017, si occupa di *real estate lending* e i relativi dati non risultano comparabili, né in termini temporali né in termini *cross-sectional*, con quanto riportato dalle altre piattaforme; la seconda perché, essendo nata nel 2017, non presenta una serie temporale sufficientemente profonda da consentire il confronto con le altre piattaforme (alla luce del fatto che il dato è spesso aggregato al primo semestre 2017); la terza, perché non ha stabile organizzazione sul territorio italiano (si rinvia alla Tabella 27 al termine del presente capitolo per l'elenco delle piattaforme operanti in Italia considerate nel presente studio ed il relativo *status* regolamentare).

Per completezza, infine, tra le piattaforme di *business lending* è opportuno menzionare – anche se, come si è già accennato, esse esulano dalla presente analisi date le peculiarità dell'attività da loro svolta – anche quelle che si occupano dello sconto di fatture commerciali, note come *invoice trading*. Secondo quanto censito da Politecnico (Osservatorio CrowdFunding – Politecnico di Milano 2018), in Italia sono cinque le piattaforme attive in questo ambito: Workinvoice, Cashinvoice, Credimi, CashMe e Crowdcity. Esse si rivolgono **esclusivamente a investitori professionali**, in grado di fornire la liquidità necessaria all'acquisto di crediti commerciali su base continuativa, di norma *pro soluto* e, quindi, con assunzione del rischio di credito da parte del cessionario, e di valutare adeguatamente tale rischio. Spesso, tali investitori sono rappresentati da veicoli di cartolarizzazione o da fondi comuni che investono in crediti o nelle note emesse dai suddetti veicoli o da società di *factoring* (come nel caso di CashInvoice). In alcuni casi, tale attività è ausiliaria ai prestiti tradizionali destinati alla clientela *business* (Prestacap), per altre piattaforme si tratta, invece, dell'attività principale (ad esempio, Work Invoice).

6.3 Requisiti di ammissione di *crowd-borrower* e *crowd-investor*. Caratteristiche degli effettivi fruitori del *marketplace lending*

Requisiti di ammissione

Per poter operare sulle piattaforme di *marketplace lending* finanziatori (*crowd-investor*) e finanziati (*crowd-borrower*) devono rispettare alcuni requisiti indicati nei documenti informativi e nelle condizioni contrattuali pubblicizzati dalle medesime.

Per quanto concerne, i soggetti finanziati, di seguito verranno esposti i requisiti richiesti ai *crowd-borrower* per la pubblicazione di un progetto di finanziamento distinguendo fra piattaforme *consumer-based* e *business-based*.

Più in dettaglio, le piattaforme *consumer-based* ammettono solo *crowd-borrower* persone fisiche, con un'età al momento della richiesta del prestito compresa tra i 18 e i 65-75 anni e di cittadinanza italiana (solo qualche piattaforma operante in Italia non pone limiti di cittadinanza per il *crowd-borrower*). Per mitigare la probabilità di *default* del *crowd-borrower*, le piattaforme, al pari degli intermediari finanziari tradizionali, fissano poi alcuni requisiti relativi al **profilo reddituale** del richiedente (ad esempio, 6 mesi di anzianità minima di lavoro per i lavoratori dipendenti e 24 mesi di anzianità nella stessa tipologia di attività per i lavoratori autonomi); inoltre, il *crowd-borrower* deve essere titolare di un **conto corrente in Italia da almeno 6 mesi**.

Da un'analisi delle condizioni contrattuali delle piattaforme che si occupano di prestiti alle imprese (*business based*), emerge invece, in linea generale, che l'impresa richiedente i fondi deve essere **operante sul mercato da almeno 2 anni**, con un **fatturato annuo superiore a € 50.000** (a volte il limite minimo è di € 250.000); sono esclusi enti no-profit⁸⁴, enti pubblici e *trust*. Lo stato acerbo del settore fa sì che le risorse che queste piattaforme sono in grado di incanalare verso le imprese siano ancora limitate: allo stato attuale, nella maggior parte dei casi si tratta di prestiti alle PMI.

Sebbene lo sviluppo dell'operatività al di fuori dei confini nazionali da parte delle piattaforme di *marketplace lending* sia recente, i tassi di crescita registrati nel settore sono potenzialmente idonei a generare una sensibile redistribuzione nelle quote di mercato. Con riferimento alle imprese finanziate oltre confine, a titolo esemplificativo, i dati riportati a marzo 2018 da una delle piattaforme di *business lending* nata in Francia e operante congiuntamente in Italia e Spagna mostrano che, a fronte dei 188 milioni di euro di erogato, rispettivamente 17 e 16 milioni sono stati destinati a finanziare progetti di *crowd-borrower* italiani e spagnoli. Allo stesso modo, in termini di numerosità, a fronte di un totale di 426 progetti finanziati, rispettivamente 33 e 30 progetti sono stati pubblicati da *crowd-borrower* italiani e spagnoli. Un tasso di presenza in mercati stranieri del 17% (in termini di volumi) e 13% (in termini di numerosità) non è da sottovalutare se si tiene presente che la piattaforma stessa ha iniziato ad operare in Spagna alla fine del 2016 e in Italia solo nel gennaio 2017.

Con riguardo ai *crowd-investor*, si rinvencono invece due casistiche: a) piattaforme che prevedono che i finanziamenti (così come le richieste di finanziamento) provengano esclusivamente dalla *crowd* (*P2P* puro); b) piattaforme che consentono l'accesso anche ad investitori istituzionali (la cui presenza permette a quanti necessitano un finanziamento di raggiungere in tempi più brevi il *target* richiesto).

84 L'esclusione non si applica, evidentemente alla piattaforma operante in Italia che finanzia solo progetti del terzo settore.

Più in dettaglio, una piattaforma *consumer-based* non raccoglie capitale on-line ma reperisce risorse attraverso la sottoscrizione di fondi da parte di investitori professionali e *retail* (per ora solo esteri), con un taglio minimo da € 1.000. È interessante notare che la piattaforma stessa mantiene un proprio investimento nel fondo, fra il 10% e il 15% del *commitment* totale per limitare il rischio di credito. Anche una piattaforma *business-based* non consente l'investimento diretto ai privati e raccoglie i fondi solo attraverso investitori istituzionali (anche esteri).

Un'altra piattaforma si avvale anche di una SGR che gestisce il primo fondo di credito domestico che opera prestiti diretti alle PMI. Secondo tale modello, il *pool* di investitori non è rappresentato da operatori che accedono alla piattaforma come potenziali *crowd-investor*, ma da una SGR che raccoglie fondi attraverso un fondo di investimento dedicato. Le risorse raccolte attraverso questo fondo sono poi canalizzate direttamente dalla SGR verso la piattaforma di *marketplace lending*. Si tratta di un fondo di investimento alternativo, chiuso, dedicato agli investitori professionali, con un obiettivo di investimento di € 100 milioni in 5 anni. Le quote minime di investimento variano tra € 500.000 e € 2.500.000 a seconda delle classi di investimento. Per l'Italia si tratta del primo prodotto di risparmio gestito con sottostante il *marketplace lending*. Fondi dedicati al *marketplace lending* esistono già, invece, in Francia e Gran Bretagna, dove le due principali piattaforme hanno i loro fondi *captive*. E Oltremontana questi fondi sono inseriti nel progetto degli Ifisa (i PIR britannici), che hanno visto 2000 nuovi conti aperti per 17 milioni di sterline a partire dal lancio nell'aprile 2016.

Ancora per quanto concerne i *crowd-investor*, tutte le piattaforme richiedono il requisito della **maggiore età** e quelle che non consentono l'operatività *cross-border* richiedono anche la **cittadinanza italiana** e la titolarità di un **conto corrente presso un intermediario attivo sul territorio nazionale**.

Caratteristiche degli effettivi fruitori

Sulla base dei dati reperibili sui siti web delle piattaforme è possibile fornire evidenza empirica degli effettivi utenti del *marketplace lending* in Italia in tal modo ricostruendo una sorta di profilatura socio-economica di *crowd-borrower* e *crowd-investor*.

Con riguardo alle piattaforme *business-based* un dato interessante attiene ai settori di attività dei *crowd-borrower*. La Tabella 5 mostra la ripartizione dei finanziamenti erogati da tali piattaforme per settori economici di appartenenza del *crowd-borrower*. Secondo i dati rilasciati dalle piattaforme a marzo 2018, i maggiori utenti sono commercianti al dettaglio e all'ingrosso, nonché operatori nel settore dei servizi e della produzione. Nel complesso infatti, circa l'80% dei prestiti (in termini di numerosità) concessi da tali piattaforme ha finanziato le richieste di *crowd-borrower* provenienti dai summenzionati settori.

Tabella 5: Settore di appartenenza del *crowd-borrower* – *business-based lending marketplace*
(percentuale di finanziamenti richiesti per settore di appartenenza del *borrower*, in termini di numerosità)

settore	marzo 2018
servizi	26.3%
commercio (dettaglio)	21.7%
industria e produzione	20.8%
commercio (ingrosso)	15.8%
edilizia	8.4%
trasporti e distribuzione	4.2%
agricoltura	1.9%
servizi finanziari	0.9%
	100%

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme italiane (marzo 2018).

Per quanto riguarda, invece, le connotazioni tipiche dei *crowd-borrower* nel mercato *consumer-based* (Tabella 6), i dati rilasciati dalle piattaforme a livello aggregato dall'origine sino a dicembre 2017 mostrano, sotto il profilo anagrafico, che il 75% delle richieste di finanziamento (in termini di numerosità) è formulato da uomini. La Tabella 6 mostra che il 67% e 66% dei richiedenti ha un'età compresa tra i 25 e i 45 anni nel 2016 e 2017 rispettivamente, mentre la percentuale dei richiedenti con più di 65 anni era del 5% nel 2016 e si è annullata nel 2017. Non solo, anche la quota di finanziamenti richiesti da persone fisiche di età compresa tra i 55 e i 65 anni si è ridotta passando dal 10% al 6%. La lettura congiunta dei finanziamenti destinati ai *crowd-borrower* di tipo *senior* mostra quindi una riduzione del 9% su base annuale. Pur non essendo possibile comprendere esattamente le cause di tale variazione, per sé riconducibile ad una riduzione nella domanda così come nell'offerta attraverso un maggiore *rejection rate* da parte delle piattaforme, il dato sembra tuttavia da non sottovalutare.

Tabella 6: Percentuale di prestiti erogati per età del *crowd-borrower* – *consumer-based lending marketplace*

(percentuale di finanziamenti richiesti per età del *borrower*, in termini di numerosità)

età del borrower	2017	2016
25	5%	2%
35	25%	26%
45	36%	37%
55	28%	20%
65	6%	10%
65+	0%	5%
<i>totale</i>	100%	100%

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dal 50% delle piattaforme italiane (dicembre 2017).

Venendo ora ad esaminare i dati relativi alla distribuzione geografica dei fruitori delle piattaforme, le informazioni relative al profilo dei *crowd-investor* mostrano che, nel 2016 e 2017, l'80% dell'erogato dalle piattaforme *consumer-based* proviene da *crowd-investor* del centro-nord Italia (i dati sono stati rilasciati dal 50% di tali piattaforme). Sulla base dei medesimi dati si ricava inoltre che, a marzo 2018, è la Lombardia la prima regione per numero di richiedenti con il 13% dell'erogato, seguita da Lazio, Campania e Piemonte (i dati sono peraltro in linea con quelli relativi al profilo degli utilizzatori del *digital banking*).

Simile risulta la distribuzione geografica dei *crowd-borrower* utenti delle piattaforme *business-based* (v. Tabella 7): la maggior parte dei richiedenti sono localizzati in Lombardia. Nel dettaglio, la fotografia a marzo 2018 mostra che, per 2 piattaforme su 3 tra quelle operanti nel settore dei prestiti alle imprese, il 50% delle richieste proviene da PMI collocate in Lombardia e Campania. Tale quota raggiunge il 70% se si considerano anche i *borrower* operanti in Puglia e nel Lazio.

Tabella 7: Ripartizione dei *crowd-borrower* per area geografica - *business-based marketplace lending*
(percentuale di finanziamenti richiesti per regione del *borrower* (in termini di numerosità)

Regione	marzo 2018
Lombardia	29%
Campania	21%
Puglia	15%
Lazio	14%
Piemonte	6%
Veneto	6%
Emilia Romagna	5%
Toscana	4%
	100%

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme italiane (marzo 2018).

Le tabelle seguenti (Tabelle 8 e 9) riportano, invece, la distribuzione del numero di prestiti erogati sulla base del profilo di rischio dei *crowd-borrower*.

I dati aggregati rilasciati dal 50% delle piattaforme *consumer-based* mostrano che, nei primi anni di attività delle medesime, il 58% dei prestiti (in termini di numerosità) era indirizzato verso debitori con un elevato profilo di rischio e solo il 13% dei prestiti era volto a finanziare progetti di *borrower* con basso profilo di rischio (Tabella 8). Tale evidenza può essere la risultante di diversi fattori: la consistente presenza sulle piattaforme *P2P* di finanziamenti a consumatori a elevata rischio (in termini di risultato dei modelli di *scoring*) può derivare, infatti, dal contesto macro-economico oppure da precise preferenze nelle scelte di investimento dei *crowd-investor*.

Tabella 8: Percentuale di prestiti erogati per profilo di rischiosità – *consumer-based lending marketplace*

(progetti finanziati per categoria di rischiosità nel triennio 2016-2018; % su numero di prestiti erogati)

profilo di rischio	2018 (marzo)	2017	2016
prudente	30%	24%	14%
bilanciato	33%	31%	28%
aggressivo	37%	45%	58%
	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dal 50% delle piattaforme italiane (marzo 2018).

Anche l'evidenza empirica relativa alle piattaforme *business-based* mostra che, nel quadriennio 2015-2018, circa il 65% dei prestiti erogati è stato destinato a imprese mediamente rischiose (profilo bilanciato/aggressivo). Ciononostante, andando a scomporre i dati sulla base di importo finanziato e numero di finanziamenti, emergono differenze rilevanti. Il 20% degli importi finanziati è rivolto ad imprese poco rischiose, mentre il 20% del numero di progetti finanziati è rivolto ad imprese rischiose (la Tabella 9 riporta la distinzione per anno di erogazione del finanziamento). Tale evidenza è interessante, mostrando la tendenza degli investitori in capitale di debito delle imprese ad accettare una maggiore rischiosità nella restituzione del finanziamento nel caso di importi modesti.

Tabella 9: Percentuale di prestiti erogati per profilo di rischiosità – *business-based lending marketplace*

(% su numero e importo di prestiti erogati)

profilo di rischio	2018		2017		2016		2015	
	%importo	%numero	%importo	%numero	%importo	%numero	%importo	%numero
prudente	30	26	11	10	24	7	22	17
bilanciato	59	54	79	66	63	63	74	70
aggressivo	11	20	10	24	13	30	4	13
	<i>100</i>							

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme italiane (marzo 2018).

Anche l'evidenza empirica relativa alle piattaforme *business-based* mostra che, nel quadriennio 2015-2018, circa il 65% dei prestiti erogati è stato destinato a imprese mediamente rischiose (profilo bilanciato/aggressivo). Ciononostante, andando a scomporre i dati sulla base di importo finanziato e numero di finanziamenti, emergono differenze rilevanti. Il 20% degli importi finanziati è rivolto ad imprese poco rischiose, mentre il 20% del numero di progetti finanziati è rivolto ad imprese rischiose (la Tabella 10 riporta la distinzione per anno di erogazione del finanziamento). Tale evidenza è interessante, mostrando la tendenza dei finanziatori ad accettare una maggiore rischiosità nella restituzione del finanziamento nel caso di importi modesti.

Tabella 10: Percentuale di prestiti erogati per profilo di rischio – *business lending marketplace*
(% su numero e importo di prestiti erogati)

profilo di rischio	2018		2017		2016		2015	
	%importo	%numero	%importo	%numero	%importo	%numero	%importo	%numero
prudente	30	26	11	10	24	7	22	17
bilanciato	59	54	79	66	63	63	74	70
aggressivo	11	20	10	24	13	30	4	13
	100	100	100	100	100	100	100	100

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme italiane (marzo 2018).

6.4 Finalità dei finanziamenti

Sensibili differenze si riscontrano, come è facile intuire, tra le finalità dei prestiti erogati tramite le piattaforme *consumer based* piuttosto che tramite le *business based*.

I progetti pubblicizzati dalle piattaforme di *consumer lending* si riferiscono, in genere, a spese per l'abitazione (arredamento, ristrutturazione e restauro, elettrodomestici), spese di consumo (condominiali, elettronica, legali, mediche, vacanze e benessere, utility), spese per l'acquisto di veicoli e per altre finalità (viaggio di nozze, studi, beni di lusso, consolidamento debiti, liquidità e polizze assicurative). Concentrandoci sui dati contenuti nelle autodichiarazioni, l'evidenza empirica mostra che nel 2017 le finalità del finanziamento, per quasi l'89% dei progetti transitati da due piattaforme, sono state: l'installazione di pannelli fotovoltaici (50%), la ristrutturazione della casa (12%), l'acquisto di arredamento (7%), il consolidamento di debiti (9%), il finanziamento di esigenze di liquidità (5%) e l'acquisto dell'auto nuova e usata (5%). La parte restante, ovvero l'11%, è destinata a finanziamenti marginali sempre relativi a spese di consumo. Un'altra piattaforma italiana riporta, invece, che, nel 2017, il 30% dei prestiti è stato finalizzato all'acquisto di auto o moto, il 19% a finanziare spese di ristrutturazione, il 18% per finanziare esigenze di liquidità e il 12% per consolidare debiti pregressi (la parte restante ha coperto prestiti riguardanti riparazioni, spese mediche, vacanze e matrimoni).

I dati rilasciati da una piattaforma sono di particolare interesse perché consentono di studiare l'evoluzione delle preferenze degli investitori negli ultimi due anni (2016-2018), ricavandone una riduzione nelle esigenze di finanziamento per il consolidamento di debiti pregressi (dal 16% del 2016 al 12% del 2018) e per finanziare le spese di ristrutturazione (dal 22% del 2016 al 19% del 2018); un aumento nel finanziamento della liquidità (dal 15% al 18% del 2018) e per l'acquisto di auto o moto (dal 18% del 2016 al 22% del 2018). La Tabella 6 mostra le statistiche descrittive per destinazione dei prestiti assumendo la piattaforma in questione come rappresentativa delle piattaforme *consumer-based*. La maggior parte dei finanziamenti ai privati sono volti a finanziare l'acquisto di pannelli fotovoltaici (in particolare, il 50% della numerosità totale di prestiti per la piattaforma

rappresentativa). Il 22% dei prestiti è invece destinato a finanziare spese di ristrutturazione della casa, acquisto di auto nuova e usata e arrendamento (45 prestiti su 200 circa). Non è irrilevante notare come il 10% circa del numero totale delle richieste sia destinato ad esigenze di rifinanziamento (intese sia come consolidamento di debiti preesistenti sia per finanziamento della liquidità).

Per quanto concerne le finalità dei finanziamenti erogati alle imprese, le piattaforme non rilasciano statistiche. Ciononostante, da una descrizione dei progetti pubblicati sui siti delle tre piattaforme *business based* operanti in Italia è possibile evincere che questi sono destinati all'acquisto di beni materiali o immateriali, all'assunzione di nuovi dipendenti, a realizzare lavori di ristrutturazione o di rinnovo attrezzature, a favorire lo sviluppo commerciale, a consentire l'acquisizione di società o di licenze commerciali o, più in generale, a incrementare il capitale circolante con finanziamenti a breve termine e per esigenze di rifinanziamento.

6.5 Forma tecnica e caratteristiche dei finanziamenti

Per quanto riguarda la tipologia di finanziamenti proposti, vi è sostanziale omogeneità fra le piattaforme *consumer lending* e *business lending*, poiché, in entrambi i casi, le **piattaforme consentono di stipulare unicamente contratti di mutuo**. Questa scelta deriva dal fatto che, nell'ordinamento italiano, il mutuo è l'unico contratto di finanziamento non qualificato dal Codice civile come contratto bancario.

Tre piattaforme *consumer-based* e tutte quelle *business-based* pongono limiti massimi e minimi all'importo erogabile. Le prime fissano un limite minimo (€ 500), un limite massimo (€ 50.000), o entrambi (€ 500-25.000). Per le tre piattaforme di tipo *business-based*, invece, il limite minimo varia tra i € 10.000 e i € 30.000, mentre il limite massimo va dai € 250.000 fino a € 3,5 milioni.

Tutte le piattaforme, siano esse *consumer-based* come *business-based*, riportano in evidenza sul sito i tempi di risposta rispetto ad una richiesta di finanziamento (tempi di risposta che costituiscono peraltro uno dei principali punti di forza del *marketplace lending* rispetto al canale bancario). Per le piattaforme *consumer-based*, la richiesta viene in genere **approvata immediatamente** (o comunque entro 24 ore) e l'importo accreditato in media entro 5 giorni lavorativi (alcune piattaforme garantiscono l'accredito entro due giorni lavorativi, mentre altre dai 7 ai 15 giorni quando l'obiettivo di copertura è del 100%). Inoltre, se entro 15-30 giorni non viene raggiunto il 100% dell'importo richiesto, alcune piattaforme propongono al richiedente di accettare un finanziamento parziale o di presentare una nuova richiesta con termini diversi.

Se una leggera eterogeneità di tempistica può riscontrarsi tra le piattaforme *consumer-based*, tutte le piattaforme *business-based* garantiscono invece l'esito sull'**approvazione del finanziamento in 24 ore** e, in caso di esito positivo, l'erogazione del finanziamento entro tre giorni. Un tale grado di omogeneità ed efficienza di processo è, peraltro, sinonimo di un elevato grado di competizione. Del

resto, le imprese che prediligono i *lending marketplace* lo fanno proprio per disporre in modo rapido dei fondi, oltre che per non dover fornire garanzie personali o per diversificare le fonti di finanziamento.

La Tabella 11 riporta la distribuzione del numero di prestiti erogati sulla base della durata del finanziamento. Le statistiche descrittive fanno riferimento a tutte le piattaforme di tipo *consumer-based* operanti in Italia (eccetto una per la quale non è stato possibile reperire le informazioni). Per rendere omogenea l'aggregazione dei dati, nella Tabella 11 non vengono riportate le statistiche delle uniche due piattaforme operanti in Italia prima del 2015. Per esse è stato possibile rilevare che la durata media dei finanziamenti richiesti era di 32 mesi.

Sulla base dei dati rilasciati dalle piattaforme attive nel nostro Paese tra il 2015 e il 2017, si rileva come vi sia stato un cambio di preferenze nella scadenza dei prestiti; nel 2015 più del 80% dei prestiti era concentrato in finanziamenti con *maturity* a 2 o 3 anni, mentre nel 2016 e 2017 la distribuzione per scadenze di prestiti è cambiata. In particolare, nel 2017 l'equilibrio tra la domanda e l'offerta dei prestiti mostra una **preferenza verso finanziamenti a brevissimo termine** (fino 12 mesi) o a quattro anni a scapito di una redistribuzione dai prestiti con scadenze intermedie. In genere le piattaforme *consumer-based* consentono di ottenere finanziamenti per durate standardizzate comprese tra i 12 e i 48 mesi. Vi sono, però, due eccezioni: una piattaforma consente di ottenere prestiti anche di durata più breve (3 mesi) e un'altra consente prestiti a lungo termine (10 anni).

Tabella 11: Percentuale di prestiti erogati per durata – *lending marketplace consumer-based*
(% su numero prestiti erogati)

durata	2017	2016	2015
12 mesi	10%	6%	2%
24 mesi	20%	21%	43%
36 mesi	32%	31%	38%
48 mesi	38%	42%	17%
<i>totale</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme italiane (dicembre 2017).

Un andamento simile è rilevabile anche con riguardo alle piattaforme *business-based*. Come emerge dalla Tabella 12, i dati rilasciati da tutte le piattaforme medesime mostrano che la *maturity* per i prestiti alle imprese è più lunga e, in particolare, nel 2015 e nel 2016 quasi il 45% circa dei prestiti erogati aveva scadenze a 5 anni. Nel 2017 e nel 2018 (marzo), invece, i dati rilasciati dalle piattaforme mostrano che **più del 30% dei prestiti ha una scadenza a 5 anni o superiore**. Inoltre, se per i prestiti con scadenza inferiore ai 18 mesi non sono state registrate forti variazioni nel corso del quadriennio, si nota un leggero intensificarsi per i prestiti con scadenze a due e tre anni.

Tabella 12: Percentuale di prestiti erogati per durata – lending marketplace business-based
(percentuale di prestiti per scadenza su numero di prestiti erogati)

durata	media del quadriennio	2018	2017	2016	2015
12 mesi	1%	2%	0%	2%	0%
18 mesi	2%	3%	2%	1%	8%
24 mesi	6%	3%	9%	2%	0%
36 mesi	24%	26%	24%	23%	17%
48 mesi	32%	34%	36%	27%	25%
60 mesi	26%	16%	18%	42%	46%
>60 mesi	9%	16%	10%	4%	4%
<i>totale</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>	<i>100%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da tutte le piattaforme italiane (marzo 2018).

Come risulta dalle autodichiarazioni di una fra le più rappresentative piattaforme *consumer-based*, l'importo medio del finanziamento cresce all'aumentare della durata del medesimo e vi è una preferenza da parte dei consumatori per durate di tipo *standard* (multipli di anno): 2, 4, 5, 6 e 10 anni (v. Tabella 13). Questo caso conferma, peraltro, il dato aggregato sulla preferenza degli utenti per finanziamenti di durata più lunga. In genere, eccezion fatta per i prestiti di durata personalizzata, l'importo medio richiesto si attesta sui € 5.000 per finanziamenti di durata inferiore ai 3 anni e sui € 14.500 per i prestiti di durata superiore ai 10 anni. Il debito residuo rimborsato annualmente, fornisce un'approssimazione sulla sostenibilità della rata (*workload* annuo) e si attesta a € 2.000.

Tabella 13: Statistiche descrittive dei lending marketplace – consumer-based
(ammontare erogato ed importo medio)

durata	valore	numero di progetti	importo medio/progetto	workload annuo
12 mesi	3.500	2	1.750	1.750
18 mesi	6.500	1	6.500	4.333
24 mesi	28.500	9	3.167	1.583
30 mesi	10.000	1	10000	4.000
36 mesi	39.300	6	6.550	2.183
42 mesi	10.000	2	5.000	1.429
48 mesi	101.700	11	9.245	2.311
60 mesi	115.300	11	10.482	2.096
72 mesi	651.814	44	14.814	2.469
108 mesi	23.000	1	23.000	2.091
120 mesi	1.237.970	112	11.053	1.105
<i>media</i>	<i>2.227.584</i>	<i>200</i>	<i>11.138</i>	

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da una piattaforma italiana (marzo 2018).

Preso a riferimento una piattaforma rappresentativa dei prestiti alle imprese, i dati rilasciati da quest'ultima, per il periodo che intercorre tra dicembre 2017 e marzo 2018, mostrano una spiccata preferenza per i prestiti a 3 e 4 anni (Tabella 14). Al contrario di ciò che accade per i prestiti ai consumatori, pare non essere presente una relazione tra la durata e l'importo medio del finanziamento: l'importo medio del finanziamento si attesta sui € 407.000 con un ordine di grandezza di 40 volte superiore al prestito medio destinato ai consumatori. La sostenibilità della rata prevede, ad esempio, un rimborso annuo compreso tra i 150.000 e i 170.000 per i prestiti di durata a 3 e 4 anni. Tale evidenza è confermata dai dati riportati dall'ultimo report P2P Lending Italia (marzo 2018) che evidenziano che l'importo medio del finanziamento per i prestiti ai consumatori è di circa € 7.800 e quello alle imprese di € 209.000.

Tabella 14: Statistiche descrittive delle piattaforme di *lending marketplace* – *business-based*
(ammontare erogato ed importo medio)

durata	numero di progetti	valore	importo medio/progetto	workload annuo
18 mesi	1	100.000	100.000	66.667
24 mesi	3	1.550.000	516.667	258.333
30 mesi	2	750.000	375.000	150.000
36 mesi	10	4.670.000	467.000	155.667
42 mesi	1	600.000	600.000	171.429
48 mesi	8	2.850.000	356.250	89.063
60 mesi	1	63.000	63.000	12.600
totale	26	10.583.000	407.038	

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da una piattaforma italiana per il periodo dicembre 2017- marzo 2018.

6.6 Volumi aggregati e importo medio finanziato

Le informazioni rilasciate dalle piattaforme sui singoli finanziamenti consentono di effettuare un'analisi dettagliata del fenomeno con riferimento ai volumi aggregati, identificando altresì possibili relazioni in termini di durata e classi di rischio dei medesimi.

Volumi aggregati

In termini di volumi aggregati, a marzo 2018 in Italia l'ammontare totale erogato da *inception* è di €383 milioni, con una crescita del 41% rispetto al trimestre precedente e del 290% anno su anno. Di questi: 108 milioni sono relativi alle piattaforme operanti nel segmento *consumer-based* mentre i rimanenti 275 milioni si riferiscono alle piattaforme specializzate nei prestiti alle imprese (considerando anche quelle che si occupano di *invoice trading*). Nel primo trimestre del 2018 tramite i *lending marketplace* (senza distinzione tra piattaforme *consumer-*

based e *business-based*), il volume erogato è di circa € 116,9 milioni. Tale dato è la risultante dell'aggregazione delle informazioni rilasciate dalle piattaforme sui propri siti *web* e coerente con quanto riportato dall'ultimo rapporto di P2P Lending Italia secondo cui l'erogato complessivo trimestrale delle nove piattaforme monitorate ha superato i 126 milioni di euro nei primi tre mesi del 2018: quasi il doppio di quello realizzato nell'intero 2016⁸⁵. Per precisione, dalle nostre stime l'ammontare erogato nel 2017 risulta essere pari a €88 milioni, mentre P2P Lending Italia riporta € 115 milioni.

Le nostre stime, sulla base dei dati rilasciati dalle piattaforme, riportano che più della metà del totale dei fondi erogati a dicembre 2017 (il 68%) transita attraverso le piattaforme *consumer-based*. Tale evidenza è in contro-tendenza con il dato aggregato: se un terzo dei prestiti *outstanding* è costituito da prestiti alle imprese, il tasso di crescita per il 2017 riporta che due terzi dei nuovi prestiti sono stati destinati ai consumatori. Secondo i dati riportati da P2P Lending Italia per il primo trimestre 2018, i prestiti concessi dalle piattaforme *business-based* ammontano a € 16,8 milioni, mentre i prestiti concessi nello stesso trimestre dalle piattaforme *consumer-based* ammontano a € 9,8 milioni.

Il dato rilasciato da P2P Lending Italia, a dicembre 2017, riporta volumi complessivi per 111,5 milioni di euro con un incremento rispetto al trimestre precedente del 40,4% e un vero e proprio balzo in avanti rispetto al quarto trimestre del 2016 (quando il campione non includeva una piattaforma, ad esempio) del 267%. Con riferimento ai tassi di crescita attesi, rispetto all'ammontare erogato a dicembre 2017, pari a 88 milioni di euro, era ipotizzabile pensare (sulla base delle informazioni rilasciate dalle piattaforme e della proiezione dell'ammontare finanziato a fine 2018) una crescita del 56%. Il tasso di crescita registrato, per il 2018, è stato notevolmente superiore al 56%.

A livello aggregato, il settore *business-based* evidenzia il tasso di crescita maggiore. Infatti, nel primo trimestre 2018 il tasso di crescita medio registrato dal settore delle piattaforme *consumer-based* è del +7% rispetto a dicembre 2017 e +71% rispetto a dicembre 2016. Il tasso di crescita registrato dalle piattaforme *business-based* è, invece, del 106% rispetto a dicembre 2017 ed è quadruplicato rispetto a dicembre 2016.

Importo medio erogato

Un'analisi condotta attraverso i dati rilasciati (a marzo 2018) da più del 50% delle piattaforme operanti in Italia al fine di stimare l'importo medio erogato da ogni piattaforma, mostra che, dal loro avvio, le piattaforme *consumer-based* hanno erogato prestiti in media per circa € 2,5 milioni annui, seppur con un ampio grado di variabilità. Alcune piattaforme, più piccole o più recenti, intermediano un flusso di

⁸⁵ Tale cifra registra un aumento del 200% anno su anno (rispetto a marzo 2017) e si tratta, come sottolinea P2P Lending Italia, di un dato che sottostima la realtà perché non tiene conto di realtà operative di recente ingresso nel mercato.

€ 300.000 annui, altre arrivano a € 15 milioni annui (più del 70% della distribuzione varia tra il milione e gli 8 milioni di euro). Inoltre, dalle informazioni reperibili sui siti delle singole piattaforme, emerge un dato singolare relativo al periodo compreso fra il 2014 e il 2018. Nonostante, in tale quadriennio, il volume aggregato dell'erogato sia in crescita, vi sono alcune piattaforme che registrano una riduzione ed altre un aumento dei finanziamenti. Tale evidenza sembra confermare l'ipotesi avanzata da Belleflamme et al. (2015) secondo cui i finanziatori tendono ad aggregarsi e a preferire piattaforme che pubblicizzano molti progetti perché più agevole trovare soluzioni che soddisfano le proprie esigenze⁸⁶.

Concentrando l'analisi sulla stagionalità dei prestiti, sulla base dei dati rilasciati da quattro piattaforme *consumer-based* risulta che l'andamento dei volumi mensili nel 2017 è in linea con quello dei prestiti personali, caratterizzati dalla stagionalità tipica del contesto italiano. In particolare, dopo il record di erogato dei primi mesi estivi si è registrata una flessione ad agosto ed una ripresa nel corso dell'ultimo periodo dell'anno con una media mensile di € 450.000 erogato/mese per piattaforma.

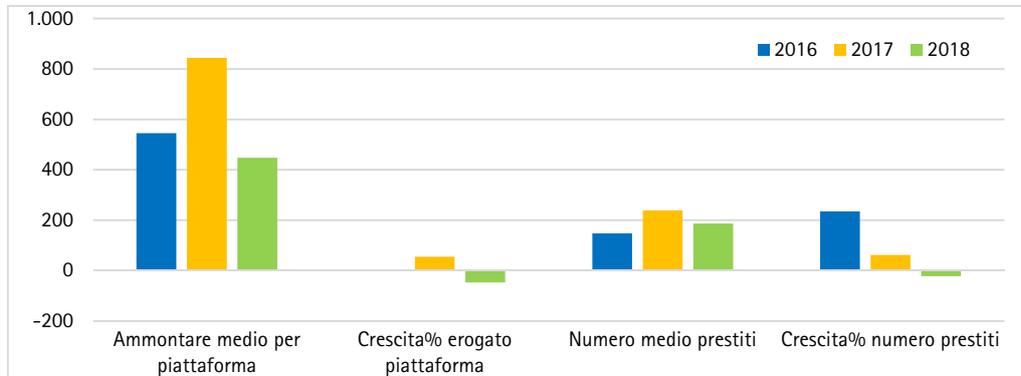
Per quanto attiene alla numerosità dei progetti finanziati (sempre secondo i dati reperibili sui siti delle piattaforme), al 30 giugno 2017, il numero totale di progetti finanziati attraverso i *lending marketplace* in Italia era pari a 11.773: il 93% di questi sono transitati sulle piattaforme *consumer-based*. In termini di confronto, a dicembre 2017, il numero di finanziamenti presenti sulle prime tre piattaforme *consumer-based* era rispettivamente pari a 5.377, 4.021 e 1.271; nel medesimo periodo temporale, le tre piattaforme *business-based* proponevano, invece, rispettivamente 435, 383, e 26. I più recenti dati riportati da P2P Lending Italia (2018) mostrano che il numero di prestiti erogati dall'*inception* nei segmenti prestiti personali e prestiti a medio termine alle imprese sono stati 16.529 di cui: 16.116 prestiti ad individui e 413 prestiti alle imprese. Tale evidenza non solo è in linea con le nostre elaborazioni, ma testimonia come questo secondo segmento abbia significative potenzialità di accelerazione della crescita nei prossimi anni.

Con riguardo al numero di progetti promossi in media ogni anno dalle piattaforme *consumer-based* rispetto a quelle *business-based*: 469 è il numero medio di progetti finanziati ogni anno dalle prime, mentre 24 è il numero medio di prestiti erogati dalle seconde. I dati riportati da P2P Lending Italia (2018) mostrano che, nel primo trimestre 2018, il settore dei prestiti destinati ai consumatori ha erogato 2.141 nuovi prestiti e quello alle imprese 47.

Leggendo congiuntamente il dato sull'ammontare erogato dalle singole piattaforme (per alcune crescente e per altre decrescente nel periodo di riferimento) e notando che il numero di prestiti erogato da tutte le piattaforme è sempre crescente (tale dato non è riportato per singola piattaforma per garantire la riservatezza delle informazioni), si evince una riduzione dell'importo medio del finanziamento. Il Grafico 5 ne mostra un esempio per il triennio 2016-2018.

86 Tale ipotesi non è comunque valida per le piattaforme che operano con *threshold-pledge system* perché all'aumentare dei progetti pubblicati sulla piattaforma stessa minore è la probabilità di raggiungere la *threshold*.

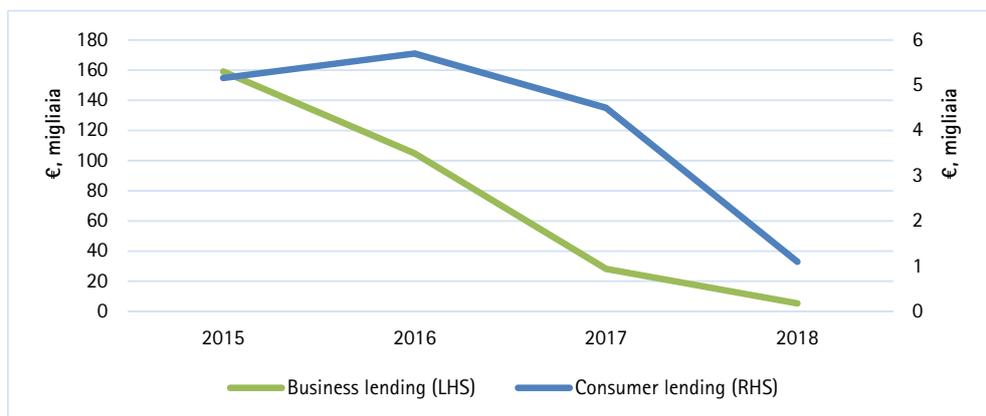
Grafico 5: Confronto erogato annuo/numero prestiti annui per la piattaforma rappresentativa
(per piattaforma rappresentativa si intende la media delle autodichiarazioni delle piattaforme)



Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme (marzo 2018).

Il numero di prestatori attivi in Italia a dicembre 2017 è inferiore a 7.000 utenti per le piattaforme *consumer-based* (con una variabilità tra gli 800 e i 15.000 per le piattaforme che consentono l'accesso a finanziatori *cross-border*); per le piattaforme *business-based* il numero di utenti è, invece, inferiore a 3.000 (anche in questo caso con una variabilità elevata e, a marzo 2018, le piattaforme che consentono il finanziamento *cross-border* registravano circa 11.000 finanziatori attivi). Questi dati suggeriscono che in media ogni progetto di *business lending* è finanziato da almeno 10 utenti, mentre ogni utente finanzia poco meno di due progetti di *consumer lending*. Ancora una volta, quando la piattaforma opera in diversi paesi allo scopo di finanziare prestiti alle imprese, il numero di finanziatori attivi per progetto può arrivare a 1.430 (marzo 2018)⁸⁷.

Grafico 6: Importo medio del finanziamento per la piattaforma rappresentativa
Per piattaforma rappresentativa si intende la media delle autodichiarazioni delle piattaforme.



Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme (marzo 2018).

87 Tale dato è inoltre crescente nel tempo: l'evidenza empirica per la piattaforma in oggetto mostra che il numero medio di finanziatori per progetto era 210 nel 2015, 790 nel 2016 e 1150 nel 2017.

Come mostrato nel Grafico 6, l'importo medio del finanziamento differisce sostanzialmente tra i prestiti alle imprese e quelli ai privati. L'importo medio finanziato per i prestiti alle imprese è di € 74.000 nel quadriennio di riferimento contro € 4.000 per quelli ai privati. Per entrambe le tipologie di prestiti si nota una riduzione nell'importo medio finanziato con un tasso di riduzione maggiore per le piattaforme *business-based* rispetto a quelle *consumer-based*.

6.7 *Lender choice* o gestione di portafoglio?

Uno dei profili rispetto ai quali i *lending marketplace* operanti in Italia presentano maggiore diversificazione concerne le opportunità offerte ai *crowd-investor* in termini di discrezionalità nella scelta del soggetto/progetto da finanziare⁸⁸.

Sotto questo profilo, occorre distinguere fra le piattaforme che consentono di finanziare *esclusivamente* singoli progetti e quelle che consentono di diversificare il rischio di credito dell'investimento mediante allocazione della liquidità su una pluralità di soggetti che intendono finanziarsi in modo da ridurre il rischio assunto; a tal fine, alcune piattaforme operanti in Italia provvedono a "costruire" portafogli di credito basati su differenti livelli di rischio complessivo.

Con riguardo alle sei piattaforme *consumer-based* operanti in Italia, solo due consentono al *crowd-investor* di decidere quale progetto finanziare, attraverso un meccanismo di *lender choice* per singolo progetto. Le restanti, in virtù del principio di diversificazione e mitigazione del rischio, offrono invece al *crowd-investor* di finanziare congiuntamente una pluralità di progetti attraverso meccanismi di asta o di *matching*.

Più in dettaglio, le piattaforme che offrono al *crowd-investor* la possibilità di finanziare i potenziali *crowd-borrower* attraverso il meccanismo d'asta sono due. Una prevede l'assegnazione attraverso una *proxy* dell'asta competitiva (o al ribasso) e consente al *crowd-investor* di esprimere le proprie preferenze in termini di tasso d'interesse, classe di merito del richiedente, durata del prestito e somma che intende impiegare. Il sistema suddivide la somma messa a disposizione da ciascun prestatore tra un vasto numero di finanziamenti, in modo tale che ciascun richiedente riceva il finanziamento da una pluralità di prestatori. Ogni richiesta viene automaticamente abbinata alle migliori offerte disponibili, ovvero al tasso più basso possibile richiesto dalla platea di *crowd-investor* in quel preciso momento. Il *crowd-investor* riceve il rendimento che ha fissato per la propria offerta e il *crowd-borrower* ottiene un prestito con un tasso che è la media pesata dei tassi risultanti dalle offerte di prestito. Un'altra piattaforma prevede, invece, una *proxy* dell'asta marginale consentendo al *crowd-investor* di esprimere le proprie preferenze in termini di profilo di rischio e di tasso d'interesse come corrispettivo minimo atteso per la propria offerta⁸⁹. Una volta abbinata definitivamente la richiesta alle offerte di riferimento, ad essa si applica un tasso di interesse corrispettivo unico, pari al tasso di

88 È interessante notare fin da subito, però, che tutte le piattaforme tutelano la privacy dei *crowd-borrower* che operano sulla piattaforma stessa non permettendo agli investitori di conoscere l'identità del soggetto/dei soggetti che stanno finanziando.

89 Il tasso richiesto non può essere superiore al tasso di interesse massimo proposto dalla piattaforma in relazione al *rating* dei clienti richiedenti di riferimento.

interesse più alto tra quelli indicati dai *crowd-investor* le cui offerte sono state abbinare a quella specifica richiesta attraverso il meccanismo d'asta.

Altre quattro piattaforme prevedono che l'importo finanziato dal *crowd-investor* sia assegnato a diversi progetti tramite un meccanismo di *matching (auto-bid)*, ovvero un meccanismo attraverso cui l'importo investito viene suddiviso tra un numero fisso di prestiti (in genere 50). Il sistema, mediante algoritmi disegnati dalle piattaforme stesse, consente di ottenere la massima corrispondenza tra la capacità di rimborso del richiedente e le aspettative del prestatore, diversificando il portafoglio di prestiti in modo ottimale tra i vari richiedenti per massimizzarne il profitto. Due piattaforme consentono al *crowd-investor* di optare sia per il *matching* diretto (ovvero senza limitazioni imposte dal finanziatore) sia per il *matching* con preferenze espresse dal finanziatore; un'altra, invece, consente il *matching* solo a seguito delle preferenze espresse dal *crowd-investor* in termini di importo, tasso, durata e rischiosità.

Assumendo una piattaforma come rappresentativa (e sulla base dei dati rilasciati dalla medesima), la Tabella 15 riporta l'importo medio investito per ogni progetto da un finanziatore privato nel caso in cui la piattaforma operi attraverso meccanismo di *matching*. Come si può rilevare, l'importo medio investito in ogni progetto decresce nel tempo: tale evidenza può essere frutto di una maggiore disponibilità di progetti entro ogni piattaforma, così come della decisione degli investitori di investire in progetti pubblicati da diversi *marketplace*.

Tabella 15: Importo medio investito per progetto – *consumer lending marketplace*
(importo medio investito con meccanismo di *matching*)

	2018	2017	2016	2015
importo medio investito per progetto	110€	130€	170€	300€

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da una piattaforma italiana rappresentativa a marzo 2018.

È interessante, inoltre, rilevare che tre piattaforme *consumer-based* offrono al *crowd-investor* più di un'alternativa: una consente *matching* diretto o *matching* con limitazioni imposte dal finanziatore; un'altra consente il meccanismo dell'asta marginale, il *lender choice* fra i progetti presenti nel *marketplace* oppure la scelta di un rendimento atteso lasciando alla piattaforma il compito di comporre automaticamente il portafoglio; la terza consente, infine, tutte le alternative presentate in precedenza (*matching* con limitazioni, *direct matching* e selezione del singolo progetto).

Da ultimo, va segnalata la presenza di due piattaforme *consumer-based* che consentono il reinvestimento automatico in nuovi progetti delle somme via via rimborsate, comprensive degli interessi maturati.

Per quanto concerne le piattaforme *business based*, le medesime permettono in genere ai *crowd-investor* di scegliere direttamente i progetti (tipicamente in una logica di *crowdfunding*) o le imprese da finanziare (senza neppure porre limiti al numero di progetti o soggetti finanziabili), perché la concentrazione del rischio di *default* verso un solo *crowd-borrower* viene mitigata attraverso strumenti differenti rispetto a meccanismi di *matching* dell'importo

finanziato tra una pluralità di prestiti (ad esempio, prevedendo sempre – come si è detto sopra – limiti massimi e minimi investibili per ogni progetto/impresa e curando maggiormente, come si vedrà meglio *infra*, la fase di istruttoria). Da quest'angolo visuale, vi è anche da considerare che in Italia la maggior parte di tali piattaforme consente la partecipazione di investitori istituzionali, in grado, per definizione, di operare una migliore valutazione del merito creditizio e di sopportare una maggiore rischiosità. La decisione degli investitori istituzionali di finanziare un determinato progetto o impresa può scaturire, infatti, da una bassa correlazione dei rendimenti del progetto stesso con il portafoglio di investimenti già esistente. Gli investitori istituzionali investono sistematicamente, attraverso un fondo, su tutti i progetti pubblicati per garantire il finanziamento di tutti i progetti pubblicati sulla piattaforma. In alcuni casi, anche il gestore della piattaforma investe su tutti i progetti come meccanismo di *signalling* sulla qualità della *due diligence* e dunque sulla gestione del problema di *adverse selection*, in tal modo allineando gli interessi propri con quelli degli investitori.

6.8 Costo del finanziamento per i *crowd-borrower*, remunerazione per i *crowd-investor* e commissioni percepite dalle piattaforme

Nelle pagine che seguono si procederà ad analizzare il contenuto economico delle operazioni di *marketplace lending*, esaminando i costi a carico del *crowd-borrower*, sia in termini di interessi del finanziamento sia in termini di altre spese e commissioni percepite dalla piattaforma, nonché la remunerazione riconosciuta al *crowd-investor* e le commissioni e le spese gravanti su quest'ultimo in favore della piattaforma.

Tutte le piattaforme *consumer-based* prevedono a carico del *crowd-borrower* il pagamento di interessi a tasso fisso. Per quattro delle sei piattaforme operanti in Italia, il tasso varia in funzione del profilo di rischio del finanziato e talvolta anche in funzione della durata del finanziamento.

La Tabella 16 riporta il *range* del Tasso Annuo Nominale medio applicato dalle piattaforme per profilo di rischiosità del *crowd-borrower*. Poiché si è operata una sorta di aggregazione nell'evidenza riportata dalle piattaforme si nota una certa discontinuità tra classi di rischio contigue. È interessante notare come il tasso medio del finanziamento si attesti intorno al 6,8%. Tale tasso è perfettamente in linea con i tassi applicati dalle banche e dalle società finanziarie per i prestiti personali (Altroconsumo, 2018) e potrebbe essere sintomo del fatto che la clientela che si rivolge alle piattaforme *consumer-based* non sia stata accolta dai canali tradizionali, come pure potrebbe rispecchiare una preferenza in termini di rapidità o *minor disclosure* delle informazioni richieste dalle piattaforme digitali. Inoltre, la medesima Tabella mostra che la forbice – ovvero la differenza tra i tassi richiesti dalle 6 piattaforme *consumer-based* – non è costante: vi è maggiore eterogeneità nei tassi richiesti per il profilo prudente e aggressivo (200 e 160 *basis point* rispettivamente), mentre la distribuzione è più concentrata per il profilo bilanciato (circa 88 *basis point* di differenza tra le piattaforme).

Tabella 16: TAN medio per profilo di rischio – *lending marketplace consumer-based*

profilo di rischio	tasso di interesse
prudente	3.90%-5.85%
bilanciato	6.57%-7.45%
aggressivo	8.75%-10.35%
<i>TAN medio pagato dal crowd-borrower</i>	<i>6.80%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dal 50% delle piattaforme italiane (marzo 2018).

Forte eterogeneità vi è invece in ordine ai **costi** connessi a pratiche di apertura, gestione conto e servizi di pagamento applicate dalle piattaforme. Solo una piattaforma, tra le sei *consumer-based*, **non applica** costi di questo tipo; per le altre, tali costi variano assumendo la forma di **commissione fissa o percentuale** in base al finanziamento richiesto (la voce per la gestione dei servizi di pagamento in genere si attesta al 2% della somma trasferita o € 2/mensili come commissione fissa)⁹⁰.

Un'analisi basata sui dati rilasciati da tutte le piattaforme a marzo 2018 mostra, inoltre, la presenza di una voce di costo legata alla **modifica delle condizioni** di prestito (di circa € 50); altri e maggiori costi sono richiesti al *crowd-borrower* in caso di mancato pagamento, ritardi nei pagamenti, sollecito dello staff legale *etc.* (tali spese sono spesso quantificate in somme predefinite che si aggirano tra i € 35 e i € 100). Gli **interessi di mora** in caso di ritardi nei pagamenti variano, infine, dal 2% al 6% come *spread* rispetto al tasso di interesse effettivo globale.

Con riguardo alle **piattaforme *business-based***, in base alle informazioni reperibili sui siti web, la Tabella 17 mostra che il **TAN medio dei finanziamenti è inferiore** quello dei finanziamenti ai privati: **6,38% vs. 6,80%**.⁹¹ Il dato acquista particolare rilevanza quando si analizza tale differenza in funzione delle diverse categorie di rischio. Se per la classe di rischio più meritevole (profilo prudente) il tasso applicato alle imprese finanziate rientra nell'intervallo di quelli applicati ai consumatori, sia per il profilo bilanciato che per il profilo più rischioso o "aggressivo" il tasso medio applicato alle imprese è sempre al disotto del limite inferiore di quello applicato ai privati. Tale evidenza potrebbe riflettere un **migliore grado di dettaglio** in fase di *due diligence* delle informazioni rilasciate dalle imprese o una minore *risk aversion* dei finanziatori dei prestiti alle imprese o, come si vedrà nel paragrafo successivo, l'**assenza di un fondo di protezione** per il mancato rimborso da parte del *crowd-borrower*.

90 Alcune piattaforme consentono al *crowd-borrower* di abbinare polizze assicurative collaterali, mentre altre escludono esplicitamente tale possibilità. Le piattaforme che consentono di abbinare una polizza vita prevedono un costo percentualmente legato all'importo del prestito, che viene pagato in fase di erogazione.

91 I finanziamenti fanno riferimento a prestiti con una durata media di 60 mesi.

Tabella 17: TAN medio per profilo di rischio – *lending marketplace business-based*
(media dei tassi passivi pagati dalle imprese debentrici per i prestiti pubblicati da due piattaforme)

profilo di rischio	tasso di interesse
prudente	4.78%
bilanciato	6.17%
aggressivo	8.48%
<i>TAN medio pagato dal borrower</i>	<i>6.38%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dal 66% delle piattaforme italiane (marzo 2018).

Ponendo ora l'attenzione sul profilo della remunerazione per i *crowd-investor*, si riscontrano vari fattori in grado di incidere sul medesimo: la rischiosità della singola posizione creditizia o del portafoglio, la durata del finanziamento così come il meccanismo d'asta in fase di erogazione e i possibili casi di insolvenza. Fatta salva la possibilità concessa da alcune piattaforme di reinvestire in nuovi progetti le somme rimborsate, il rendimento per il *crowd-investor* si attesta in genere intorno al 6%. La piattaforma che registra il rendimento minimo mostra un tasso del 4% (con garanzia di rendimento) mentre quelle senza garanzia di rendimento riportano tassi compresi tra l'8% e il 13%. La Tabella 18 mostra però un certo grado di eterogeneità tra le piattaforme a seconda della durata (non riportata) e del profilo di rischio. Tra le piattaforme *consumer-based* e quelle *business-based* si riscontrano differenze nei tassi di rendimento riconosciuti all'*investitore*, come per il TAN applicato al *crowd-borrower*. Il tasso di interesse per il *crowd-investor* in contratti di finanziamento alle imprese è in media 40 punti base inferiore rispetto a quello riconosciuto al finanziatore di soggetti privati. È interessante, inoltre, notare come la "forbice" tra i tassi attivi (applicati al *crowd-borrower*) e quelli passivi (applicati al *crowd-investor*) – che costituisce una componente della remunerazione delle piattaforme – sia in media di 20 punti base sia per le piattaforme *consumer-based* (*crowd-borrower*: 6,80% e *crowd-investor*: 6,60%) che per quelle *business-based* (*crowd-borrower*: 6,38% e *crowd-investor*: 6,16%). Tale forbice, fornisce indirettamente una misura del costo dei servizi offerti dalla piattaforma.

Tabella 18: Rendimenti medi per profilo di rischio – *consumer-based vs. business-based marketplace lending*

(tasso di interesse medio riconosciuto al *investitore* per profilo di rischio)

profilo di rischio	consumer based	business based
prudente	3.90%-5.85%	4.45%-5.02%
bilanciato	5.24%-7.45%	6.10%-6.34%
aggressivo	6.50%-10.35%	8.10%-8.25%
<i>tasso medio ricevuto dal investitore</i>	<i>6.60%</i>	<i>6.16%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dal 80% piattaforme italiane (marzo 2018).

Per quanto concerne i costi di iscrizione e gestione, quelli previsti dalle piattaforme *consumer-based* sono generalmente inferiori per il *crowd-investor* rispetto al *crowd-borrower*: alcune piattaforme dichiarano esplicitamente che tali voci di spesa vengono pagate dai prenditori essendo incluse nelle rate di restituzione mensile del prestito concesso. Nel dettaglio, due piattaforme non prevedono costi di gestione a carico del finanziatore, mentre altre due prevedono una commissione tra l'1 e 1,5% (nulla è dovuto per le somme non ancora prestate e per quelle già ripagate).

Il profilo delle commissioni richieste dalle piattaforme, inteso come definizione delle spese - di apertura conto, di gestione, dei servizi di pagamento - gravanti sul *crowd-investor* o sul *crowd-borrower* in percentuale del finanziamento richiesto, è un aspetto non trascurabile, sia per le decisioni di investimento del *crowd-investor* sia per quelle di finanziamento del *crowd-borrower*. Per quattro piattaforme tra le sei *consumer-based*, la commissione per la piattaforma è esclusivamente a carico del *crowd-borrower*, per una è esclusivamente a carico dell'investitore e per un'altra vi è una somma fissa a carico del *crowd-borrower* e una percentuale sugli interessi maturati (10%) prevista periodicamente a carico del *crowd-investor*⁹². Quando le commissioni sono a carico del *crowd-investor* la percentuale richiesta è generalmente più bassa di quando le medesime gravano sul *crowd-borrower*. Le prime si aggirano, infatti, intorno al 2%, mentre le seconde intorno al 3-4,5% in funzione della durata e del merito creditizio.

Con riferimento alle piattaforme *business-based*, due piattaforme pongono le commissioni a favore della piattaforma solo a carico del *crowd-borrower*. per una delle due, in particolare, la commissione varia in misura percentuale al variare della durata del finanziamento (1% per i finanziamenti a 6 mesi, 2% per i finanziamenti a 12 mesi, 3% per i finanziamenti a 24 mesi e 4% per i finanziamenti a 36 e 60 mesi). Un'altra piattaforma, invece, ripartisce le commissioni tra *crowd-borrower* e *crowd-investor*, ponendo a carico del *crowd-borrower* i costi legati alla valutazione del merito di credito e alla gestione dei servizi di pagamento e a carico del *crowd-investor* i costi correlati alle operazioni di cessione di finanziamento sul mercato secondario.

6.9 Cessione del credito prima della sua naturale scadenza ed estinzione anticipata del finanziamento. La presenza di mercati secondari

In alcuni casi le piattaforme prevedono la possibilità, per il *crowd-investor*, di cedere il credito prima della sua naturale scadenza e, per il *crowd-borrower*, di estinguere anticipatamente il finanziamento.

92 Poiché per questa piattaforma il tasso di interesse è funzione del merito di credito ne deriva che anche la commissione pagata aumenta all'aumentare del rischio di default. Ciononostante, in caso di insolvenza di uno dei prestiti abbinati all'investimento, il lenderinvestitore non pagherà commissioni fino a quando non percepirà il relativo rendimento.

Garantire al *crowd-investor* la possibilità di liquidare l'investimento in crediti prima della sua naturale scadenza gli consente – oltre che di ridurre il rischio di liquidità – di avere una gestione dinamica del proprio portafoglio d'investimenti finanziari; al potenziale subentrante nella posizione liquidata è permessa invece maggiore efficienza, diversificazione e velocità nell'allocazione delle somme impiegate. Tutte le piattaforme che offrono questa possibilità prevedono che il *crowd-investor* riceva immediatamente il saldo delle somme allo stesso ancora dovute, comprensivo degli interessi maturati sino a tale data. Alcune consentono anche il rimborso della quota parte del fondo di garanzia corrispondente.

Premesso che non tutte le piattaforme rilasciano informazioni al riguardo, può osservarsi che alcune di esse (40% di quelle operanti in Italia) consentono la "cessione del credito" senza particolari limitazioni purché il contratto di finanziamento sia in regolare esecuzione e chi intende acquistarlo abbia la liquidità necessaria per operare. Altre piattaforme pongono, invece, condizioni specifiche: alcuni contratti risultano non cedibili in assenza nel *marketplace* di almeno un'offerta attiva di un altro investitore compatibile per classe di rischio, durata e tasso del finanziamento proposto; in altri casi, si consente a un *crowd-investor* di cedere il contratto di credito purché, al contempo, accetti di sottoscrivere un altro contratto di finanziamento appartenente alla stessa classe di rischio dell'investimento finanziario ceduto, con durata maggiore od uguale alla durata residua e purché l'importo massimo prestabile ad un singolo *crowd-borrower* sia maggiore od uguale alla quota capitale residua in cessione. Inoltre, alcune piattaforme, per salvaguardare il principio di frazionamento del rischio, non consentono ai nuovi *crowd-investor* di subentrare in prestiti già in corso.

Distinguendo tra prestiti ai privati e prestiti alle imprese, il 66% delle piattaforme *consumer-based* consente lo smobilizzo anticipato del credito per l'investitore (per le commissioni v. Tabella 19), mentre il 66% delle piattaforme *business-based* non consente lo smobilizzo anticipato del credito (solo una prevede la possibilità di pubblicare la proposta di vendita di contratti di investimento in crediti nel proprio circuito interno che funge da "mercato secondario" per lo scambio di contratti in essere).

Tabella 19: Cessione del credito – *consumer-lending marketplace*

profilo di rischio	cessione del credito <i>investitore</i>
Commissioni	nulle o 0.45%-3% del valore ceduto oppure 15 € + 1% del valore dei prestiti ceduti
% di piattaforme che lo consentono	4 su 6

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dal 66% piattaforme italiane (marzo 2018).

Il credito può inoltre essere ceduto per quote ad un prezzo stabilito dalla piattaforma o dall'investitore stesso o al valore stesso della quota. In alcuni casi, il tasso del prestito ceduto rimane invariato, per cui il prestatore che subentra avrà un rendimento pari o superiore a quello stabilito nella sua offerta.

Le piattaforme *business-based* hanno in generale un atteggiamento restrittivo rispetto alla possibilità di cessione di un contratto di finanziamento da parte di un investitore-utente ad un altro. Infatti, due piattaforme su tre non consentono la cessione del contratto di credito prima della naturale scadenza del prestito; tale possibilità è prevista unicamente da un *lending marketplace*, ma solo a condizione che se sia stata superata la metà della durata del finanziamento e pagando una commissione del 4% del valore ceduto.

Per quanto concerne, invece, la possibilità di estinzione anticipata del finanziamento su richiesta del *crowd-borrower*, tra le piattaforme consumer-based e quelle *business based* si riscontra una netta differenza. Fra le prime, quattro piattaforme su sei non consentono l'estinzione anticipata e le altre due la consentono senza applicare alcuna penale. Tra quelle *business-based*, invece, due piattaforme su tre consentono al *crowd-borrower* di estinguere il finanziamento prima della scadenza, senza alcun vincolo temporale previa comunicazione con un mese di anticipo, anche in questo caso senza addebitare alcuna penale. È interessante notare come le piattaforme *business-based* assumano un atteggiamento opposto in punto di facoltà concesse al *crowd-investor* e al *crowd-borrower*: le piattaforme che non consentono il rimborso anticipato del prestito per il *crowd-borrower* consentono al *crowd-investor* e lo smobilizzo del contratto di finanziamento e viceversa.

6.10 Qualità del credito: valutazione del merito creditizio, autodichiarazioni su *default* ed evidenza empirica sulle sofferenze

Al fine di analizzare il processo di valutazione del merito creditizio da parte dei *lending marketplace* è opportuno esaminare distintamente le due fasi principali in cui il processo si articola: i) la selezione dei potenziali *crowd-borrower* (volta a mitigare gli errori in termini di asimmetrie informative derivanti da *adverse selection*); ii) il *monitoring* e la valutazione dell'effettiva *performance* del *crowd-borrower*.

Valutazione ex ante del merito di credito, categorie di rischio e tassi di interesse

Per quanto riguarda la valutazione *ex ante* del merito di credito, tutte le piattaforme attive in Italia seguono, sia pur con lievi differenze, la stessa procedura.

Essa viene di norma condotta in modo estremamente rapido (da pochi secondi a pochi giorni dalla presentazione della domanda) e il relativo risultato viene espresso in modo sintetico e sotto forma di *rating*, mediante l'assegnazione al richiedente o al progetto di una "classe" di merito creditizio. Alcune piattaforme dichiarano che l'attribuzione al richiedente di tale classe è fatta utilizzando algoritmi proprietari ma non sempre il funzionamento degli stessi è adeguatamente descritto e spiegato (sul punto v. più ampiamente §§ 5 e 9).

Le piattaforme consumer-based effettuano, per ogni *crowd-borrower*, una valutazione sia del progetto (*due diligence*) sia dei dati socio-economici e della storia creditizia del richiedente. Tra le informazioni riguardanti il *crowd-borrower* assumono particolare rilevanza lo stato civile e altri elementi socio-demografici (quali l'età, la professione, la residenza), l'entità e la stabilità dei flussi di reddito disponibili, il livello di indebitamento e il comportamento nel pagamento di finanziamenti precedenti. Nella valutazione del progetto le piattaforme tengono conto anche della modalità di pagamento adottata per il rimborso del prestito.

Da quanto emerge dai siti delle piattaforme operanti in Italia⁹³, quasi tutte, per valutare la posizione debitoria del potenziale richiedente, si avvalgono di sistemi di informazioni creditizie privati (SIC), *Credit Bureau* e *Credit Register*⁹⁴ così come di società specializzate nella formulazione di *rating* e *scoring* anche per PMI, di cui, tuttavia, non sempre è dichiarata l'identità. Alcune piattaforme non precisano se la valutazione del merito creditizio è compiuta in proprio o è affidata, in tutto o in parte, ad un terzo *provider*.

È interessante notare che alcune piattaforme fanno espressa menzione anche dell'utilizzo, per la valutazione del merito creditizio, di dati non strutturati quali le informazioni ottenibili dai *social* (es. Facebook) in modo da delineare più precisamente le abitudini di spesa e la capacità reddituale e patrimoniale del *crowd-borrower*. In un contesto ad elevata asimmetria informativa, la scelta di monitorare le informazioni pubblicamente disponibili con riferimento, ad esempio, alle abitudini di spesa può generare valore aggiunto per la piattaforma, consentendo di raggiungere l'obiettivo di una migliore valutazione della capacità di rimborso del prestito ma non sempre è possibile comprendere dai siti internet quali sono le fonti cui le piattaforme fanno ricorso, né quali dati sono acquisiti, né in che modo questi sono trattati.

Pur non essendo stato possibile reperire informazioni sul tasso di approvazione delle richieste con riguardo a tutte le piattaforme operanti in Italia, i dati in nostro possesso riportano che, a settembre 2016, per le piattaforme consumer-based tale tasso è stato dell'8% (a fronte di una media di approvazione da parte di istituti bancari del 35-40%). A marzo 2017, per la stessa categoria di piattaforme, il tasso di accettazione era maggiore e solo l'80% delle richieste di finanziamento era stata automaticamente declinata dopo l'accesso al *credit bureau*. A

93 Solo una delle piattaforme considerate non fa riferimento ai SIC, ma afferma di eseguire controlli basati, tra l'altro, sul profilo sociale e personale di ogni richiedente e sulla sua situazione patrimoniale e finanziaria. Tutto questo con "avanzati mezzi tecnologici e algoritmi specifici".

94 In prevalenza banche dati private come CRIF.

livello esemplificativo, a fronte delle 1.000 richieste di finanziamento pervenute ad una piattaforma italiana *consumer-based*, solo 152 richieste sono state accolte; mentre a fronte delle 4.000 richieste di finanziamento pervenute nel 2017 solo 469 sono state accolte. In entrambi i casi si tratta di poco più del 10%.

Per ridurre la rischiosità dei finanziamenti in fase di selezione, circa la metà delle piattaforme opera due accorgimenti: i) **non** consente ai *crowd-borrower* di avere **più offerte attive** per evitare di prestare più volte allo stesso richiedente; ii) stabilisce un **cap investibile per progetto/soggetto** (per evitare la concentrazione del rischio verso un unico *crowd-borrower*).

Al termine della fase di valutazione, a ogni prestito è attribuita una classe di rischio con diversi gradi di granularità, che variano da 3 a 7. Tutte le piattaforme ripartiscono le erogazioni per classi di rischio su **tre o più profili**: a) **profilo "prudente"** per chi desidera una redditività contenuta con un livello minimo di rischio; b) **profilo "bilanciato"** per coloro che prediligono rendimenti più alti, con un margine di rischio più elevato; c) **profilo "aggressivo"** che permette di massimizzare i guadagni pur con un indice di rischiosità maggiore che nelle altre classi. La Tabella 20 mostra i tassi di fallimento attesi per profili di rischio in fase di concessione del credito. Tale dato è rilevante sia per la stima delle allocazioni da effettuare verso il fondo di garanzia, sia perché fornisce una stima della probabilità di *default* a fronte del processo implementato dalle piattaforme per la valutazione del merito creditizio. A livello aggregato si può affermare che la fase di ripresa dalla crisi finanziaria si è riflessa in una riduzione del tasso medio di *default* atteso: dal 2.42% del 2016 al 2.12% del 2017. Tuttavia, la ripartizione per profili di rischio mostra che la riduzione media è accompagnata da una redistribuzione verso un tasso di *default* atteso minore per i profili meno rischiosi e maggiore per i richiedenti che rientrano nel profilo aggressivo.

Tabella 20: Tassi di *default* medi attesi per profilo di rischiosità – *consumer-based marketplace lending*

profilo di rischio	2016	2017
prudente	0.75%	0.54%
bilanciato	2.5%	1.65%
aggressivo	4%	4.16%
<i>tasso medio di default</i>	<i>2.42%</i>	<i>2.12%</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da due piattaforme italiane a dicembre 2017.

La Tabella 21 mostra invece l'allocazione dei prestiti per profili di rischiosità e durata del finanziamento approssimando le preferenze dei finanziatori in fase di selezione, così come la rischiosità media dei *crowd-borrower* in fase di domanda di finanziamento. Tra il 2016 e il 2017 si può notare una convergenza verso il profilo bilanciato di prestiti che nel 2016 facevano parte delle classi di rischio prudente e aggressivo. Inoltre, la redistribuzione verso il profilo bilanciato è scaturita

proprio da finanziamenti con durata a 24 e 36 mesi. Come anticipato, anche in questo caso, in assenza di un'analisi più dettagliata e maggiori informazioni, è difficile stabilire una relazione di causa-effetto con i possibili fattori scatenanti. Difatti, la convergenza verso i prestiti con profili di rischio media, o bilanciato, può essere l'esito di una pluralità di fattori: un miglioramento della rischio complessiva nel mercato, una maggior precisione negli algoritmi usati dalle piattaforme per la valutazione del merito creditizio, l'auto-selezione dei *crowd-borrower* che accedono alle piattaforme stesse, nonché la preferenza degli investitori per progetti di finanziamento delle classi mediamente rischiose.

Tabella 21: Allocazione dei prestiti per profilo di rischio – *consumer-based marketplace lending*

(percentuale - in termini di numerosità - di progetti allocati ai *cluster* di durata/profilo di rischio)

profilo di rischio	2016	2017
prudente	17%	11%
24 m	6%	4%
36 m	7%	2%
48 m	4%	5%
bilanciato	56%	71%
24 m	29%	32%
36 m	12%	19%
48 m	15%	20%
aggressivo	27%	18%
24 m	13%	8%
36 m	6%	2%
48 m	8%	8%

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dal 66% piattaforme italiane (dicembre 2017).

Sulla base dei dati rilasciati da una piattaforma *consumer-based*, è possibile analizzare la distribuzione per *cluster* per tipologia di rischio, ammontare totale erogato e numero di progetti. La Tabella 22 mostra che circa il 50% dei progetti *outstanding*, sia per valore che per numerosità, è concesso a *crowd-borrower* rientranti nella classe di rischio più sicura. Inoltre, è interessante rilevare come all'aumentare della rischio aumenti anche l'importo medio finanziato e si riduca il numero di prestiti rientranti all'interno di classi di rischio via via più rischiose. Leggendo congiuntamente l'evidenza riportata nella Tabella 22 emerge allora che vi è una maggiore diversificazione (in termini di correlazione dei rendimenti e della probabilità di fallimento) nella classe a basso profilo di rischio, e una maggiore esposizione in termini di ammontare e concentrazione verso i progetti/*crowd-borrower* più aggressivi.

Tabella 22: Statistiche descrittive dei *consumer lending marketplace*
(suddivisione per tipologie di rischio di credito)

classe di rischio	valore	numero di progetti	importo medio/progetto
A	1.278.300	116	11.020
B	261.920	27	9.701
C	202.400	20	10.120
D	226.250	18	12.569
E	214.214	16	13.388
F	29.500	2	14.750
G	15.000	1	15.000
<i>media</i>	<i>2.227.584</i>	<i>200</i>	<i>11.137</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da una piattaforma rappresentativa dall'*inception* a dicembre 2017.

Per quanto riguarda il tasso di interesse riconosciuto al *crowd-investor* (e di conseguenza applicato al *crowd-borrower*), si può notare dalla Tabella 23 che il fattore determinante è la classe di rischio e non la durata del prestito. All'aumentare della rischiosità del *crowd-borrower* aumenta il tasso di interesse applicato sul prestito (sebbene l'aumento risulti essere in misura meno che proporzionale).

Tabella 23: Statistiche descrittive dei *consumer lending marketplace*
(suddivisione per tipologie di rischio di credito e tasso di interesse)

classi	durata											tasso medio
	12 mesi	18 mesi	24 mesi	30 mesi	36 mesi	42 mesi	48 mesi	60 mesi	72 mesi	108 mesi	120 mesi	
A			3.90		3.90		3.90	3.90	3.90		3.90	3.90
B	4.81	4.81	4.81		4.81	4.81	4.81	4.81	4.81	4.81	4.81	4.81
C			5.85		5.85	5.85	5.85	5.85	5.85			5.85
D			6.57	6.57	6.57		6.57	6.57	6.57			6.57
E			7.45		7.45			7.45	7.48			7.47
F							8.75		8.75			8.75
G									10.35			10.35
<i>tasso</i>	<i>4.81</i>	<i>4.81</i>	<i>5.62</i>	<i>6.57</i>	<i>5.57</i>	<i>5.33</i>	<i>5.59</i>	<i>5.82</i>	<i>6.35</i>	<i>4.81</i>	<i>3.92</i>	<i>4.82</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da una piattaforma rappresentativa dall'*inception* a dicembre 2017.

Come per le piattaforme *consumer-based*, un'analisi condotta sulle piattaforme *business-based* mostra che vi è sostanziale omogeneità nei tassi di interesse seppure vi siano minime oscillazioni crescenti per profilo di rischio e per durata (Tabella 24).

Tabella 24: Statistiche descrittive dei *business lending marketplace*
(suddivisione per tipologie di rischio di credito e tasso di interesse)

classi di rischio	durata							tasso medio
	18 mesi	24 mesi	30 mesi	36 mesi	42 mesi	48 mesi	60 mesi	
A						4		4
B		6		6	7	7	8	7
B+				5		6		5
C	8	8	8	9		10		8
<i>tasso medio durata</i>	<i>8</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>7</i>	<i>7</i>	<i>7</i>	<i>8</i>	<i>7</i>

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme italiane (marzo 2018).

La gestione del rischio di credito da parte delle piattaforme *business-based* è strutturata sulla falsariga di quella delle piattaforme *consumer-based* con però un grado di attenzione maggiore per fronteggiare le asimmetrie informative in fase di *adverse selection*. Più in dettaglio, in fase di valutazione del merito creditizio i *lending marketplace* che finanziano progetti delle PMI, al fine di calcolare il livello di rischio e la probabilità di *default* dei richiedenti, utilizzano: a) dati forniti dai *crowd-borrower* (attraverso una interlocuzione diretta volta ad approfondire il progetto e le caratteristiche dell'impresa in termini di attività, mercato, situazione finanziaria); b) dati forniti da *provider* esterni (di natura economico-finanziaria provenienti da *database* curati da società private specializzate). Ogni progetto ritenuto rispondente a predeterminati requisiti di idoneità viene classificato secondo tre criteri, di crescente importanza (la *performance* finanziaria dell'impresa, il suo settore di attività, le caratteristiche del suo *management team*), in modo da consentire ai finanziatori di comprendere la sostenibilità del debito da parte dell'impresa e il livello di rischio del progetto da finanziare. Nel dettaglio, la *performance* finanziaria (che conta per il 60% della decisione di approvazione del progetto) rispecchia il livello di redditività, la struttura del capitale, il livello di indebitamento e la capacità di rimborso dell'impresa. Gli altri due fattori (parimenti importanti nella decisione di approvazione del progetto) sono la valutazione del mercato dell'impresa (ovvero la valutazione del *trend* di mercato in cui la stessa opera e il suo posizionamento) e il *management team* (al fine di valutare la *governance* dell'azienda e il suo andamento storico).

Per allineare gli interessi del gestore della piattaforma con quelli degli investitori, alcuni *business lending marketplace* hanno adottato meccanismi tipicamente utilizzati nella gestione di fondi comuni d'investimento alternativi: la piattaforma investe automaticamente risorse finanziarie proprie su ogni progetto pubblicato sulla medesima; gli investitori istituzionali investono insieme agli investitori-*retail* (ove previsto) e, alla fine del periodo di sottoscrizione, completano automaticamente il finanziamento di ogni progetto (nel caso di *debt crowdfunding*).

Sofferenze

Secondo i dati tratti dal rapporto Abi (luglio 2014) con riguardo alle **sofferenze** in fase conclusiva del rapporto creditizio, nella fase iniziale dei *lending marketplace*, le sofferenze lorde sulle piattaforme *consumer-based* si aggiravano intorno al 6,6%, mentre quelle registrate sulle piattaforme di *business lending* per lo stesso periodo erano il 4,36% del fatturato.

Basandosi sui dati rilasciati dalle piattaforme, è possibile però distinguere i tassi medi di *default* per durata del prestito stesso. A fronte di un erogato di € 7.000.000, ovvero la media annua dei prestiti concessi da ogni piattaforma *consumer-based* operante in Italia, il tasso di sofferenze si attesta tra il 2,5% e il 4% (marzo 2018). La Tabella 25 mostra che il numero di rate non pagate, sia quando si tratta di 2 o 3 rate sia quando si tratta di 4 o più rate, è in diminuzione. Inoltre, è bene sottolineare come i maggiori benefici in termini di gestione del rischio di credito siano stati registrati proprio verso le rate non pagate per i periodi più lunghi con una riduzione dello 0,7% in termini di numerosità e 1,2% in termini di importi.

Tabella 25: Tasso medio di *default* del *crowd-borrower – consumer lending marketplace*

numero di rate non pagate	2016	2017
2-3 (numero)	1.5%	1.3%
2-3 (importo)	2.7%	2.6%
4+ (numero)	1.3%	0.6%
4+ (importo)	3.4%	2.2%

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati da tre piattaforme italiane (marzo 2018).

Gestione del rischio di credito in corso di rapporto: solleciti e recupero crediti

Per quanto riguarda, il processo di gestione del rischio di credito in corso di rapporto, tutte le piattaforme distinguono le attività poste in essere per il sollecito di pagamento da quelle di recupero dei crediti.

Numerose piattaforme concedono al *crowd-borrower* di posticipare (fino ad un massimo di dodici volte) il pagamento delle rate ancora dovute a fronte del rinnovato impegno a pagare. In genere le piattaforme sono abbastanza tolleranti circa il ritardo nel pagamento di una rata: nella maggioranza dei casi si tratta di problemi tecnici che vengono risolti con le procedure di allineamento con le banche stesse. Tuttavia, decorsi 10 giorni dal mancato pagamento (anche parziale) di 2-3-4 rate (a seconda della piattaforma), le piattaforme inviano al *crowd-borrower* la dichiarazione di decadenza dal beneficio del termine e trasmettono le pratiche a società specializzate nel recupero crediti. In caso di ritardo nel pagamento di 4-8 rate (a seconda della piattaforma), la procedura adottata dalle piattaforme è di negoziare un piano di rientro affinché il debitore possa riprendere i pagamenti ma,

una volta inviata la lettera di decadenza di beneficio del termine, il *crowd-borrower* non può più richiedere la ristrutturazione del debito.

Il 70% delle piattaforme *consumer-based* ripartiscono le spese per il recupero del credito tra la piattaforma e il *crowd-investor* in proporzione al credito recuperato (in nessun caso le spese per il recupero potranno superare l'importo recuperato). La Tabella 26 mostra una panoramica dell'andamento degli importi recuperati tra il 2016 e il 2017 sulla base delle informazioni rilasciate da tre piattaforme *consumer-based*. Come risulta dalla Tabella, gli importi recuperati dai prestiti con un minor numero di rate non pagate sono di gran lunga superiori a quelli recuperati dai prestiti con un maggior numero di rate non pagate. È bene dunque che le piattaforme si attivino per il recupero del credito fin dai primi segnali di difficoltà del *crowd-borrower*, al fine di non ledere la posizione del *crowd-investor* e la credibilità della piattaforma. È bene notare che, a fronte di un tasso di *default* del 3% sul totale erogato per ogni piattaforma, queste cifre indicano un rapporto recuperato/erogato in sofferenza di circa il 70%.

Tabella 26: Importo ottenuto dal recupero crediti – *consumer lending marketplace*

numero di rate non pagate	2016	2017
2-3 (importo)	210.000€	220.000€
4+ (importo)	150.000€	110.000€

Fonte: nostre elaborazioni su dati rilasciati dalle piattaforme italiane (dicembre 2017).

È interessante evidenziare come anche i *lending marketplace* si stiano adoperando per una gestione attiva delle sofferenze in portafoglio attraverso la cessione dei cosiddetti *non performing loan*. Infatti, le piattaforme possono, per conto dell'investitore, cedere i crediti in sofferenza a soggetti terzi negoziando il relativo corrispettivo in modo da salvaguardare l'interesse del *crowd-investor* stesso.

In situazioni di finanziamenti in sofferenza le piattaforme *business-based* impiegano un grado di attenzione alto per fronteggiare i rischi di frizione/contenzioso con gli investitori derivanti da possibile "pregiudizio" sull'esistenza di *moral hazard* nel comportamento tenuto dal gestore della piattaforma dopo la conclusione del contratto.

Con riguardo alle azioni intraprese in fase di recupero del credito i *business-based marketplace* adottano le stesse procedure delle piattaforme *consumer-based*, anche se, sulla base delle informazioni in nostro possesso, i margini di tolleranza appaiono inferiori. Nella maggior parte dei casi, è ipotizzato il problema tecnico come causa del primo ritardo quando il rimborso viene effettuato entro 2 giorni dal primo sollecito. Mentre, a partire da 8 giorni di ritardo, il cliente viene messo in mora e le piattaforme si adoperano per la ristrutturazione del finanziamento. Dopo 20 giorni lavorativi, viene inviata l'ingiunzione di pagamento e viene richiesta la restituzione anticipata dell'importo dovuto, con gli interessi.

Fondi di garanzia

La maggior parte delle piattaforme *consumer-based* mette a disposizione un fondo di garanzia a copertura (totale o parziale) delle insolvenze dei *crowd-borrower*.

Gli accantonamenti al fondo di garanzia vengono effettuati, in genere dal *crowd-investor*, in fase di messa a disposizione delle risorse e in percentuale dell'ammontare complessivo delle medesime. L'importo di ogni accantonamento è chiaramente indicato al *crowd-investor* e al *crowd-borrower* in relazione a ciascuna richiesta di finanziamento. Inoltre, la capienza del fondo stesso è pensata per assorbire uno *shock* con perdite doppie di quelle attese. Attraverso il fondo di garanzia le piattaforme subentrano *in toto* nel credito vantato dagli investitori e accreditano sui rispettivi conti di pagamento l'importo delle rate scadute e di quelle rimaste non pagate (in base alla disponibilità del fondo di garanzia stesso).

Con riguardo alle tre piattaforme *business-based*, solo una garantisce gli *investitori* con un fondo di protezione; un'altra non garantisce in nessun caso gli investimenti e un'altra talvolta ricorre a garanzie esterne.

Tabella 27: Campione di *lending marketplace* considerati nell'analisi

piattaforma	status regolamentare	tipologia
Smartika	Istituto di Pagamento (d.lgs. 11/2010) regolamentato e vigilato da Banca d'Italia	Consumer-based
Younited	Banca (soggetta all'attività di direzione e coordinamento di YOUNITED SA)	Consumer-based
Prestiamoci	Istituto di Pagamento (d.lgs. 11/2010) regolamentato e vigilato da Banca d'Italia	Consumer-based
Soisy	Istituto di Pagamento (d.lgs. 11/2010) regolamentato e vigilato da Banca d'Italia	Consumer-based
BLender	agente- <i>outsourcer</i> italiano di funzioni operative dell'Istituto di Moneta Elettronica di diritto lituano UAB BLender Lithuania	Consumer-based
MotusQuo	Opera in Italia attraverso un istituto di Pagamento con licenza bancaria europea (Lemonway SA)	Consumer-based
Lendix (October)	Opera in Italia attraverso un istituto di Pagamento con licenza bancaria europea (Lemonway SA)	Business-based
PrestaCap	Istituto finanziario operante a livello europeo, autorizzato e regolato dalla <i>Financial Conduct Authority</i>	Business-based
Borsa del Credito	Opera attraverso Mo.Net S.p.a. (istituto di pagamento) e ART SGR (società di gestione del risparmio)	Business-based

Fonte: elenco delle piattaforme operanti in Italia a maggio 2018 per cui risultano essere disponibili o che hanno condiviso i dati necessari ai fini dell'analisi.

Analisi giuridica dei *lending marketplace*

7 Le piattaforme di *marketplace lending* alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)

E. Macchiavello

7.1 La raccolta del risparmio

L'evoluzione della riserva sulla raccolta del risparmio in Europa e in Italia

Una prima riserva di attività da considerare al fine di valutarne la pertinenza con il *marketplace lending* è quella della raccolta del risparmio presso il pubblico, data la rilevanza che è da sempre attribuita alla stessa nel nostro ordinamento ed il fatto che le uniche disposizioni della Banca d'Italia che si occupano in modo esplicito dell'attività delle piattaforme di *marketplace lending* sono proprio quelle relative a tale riserva⁹⁵.

La raccolta del risparmio è tradizionalmente considerata uno degli elementi caratterizzanti l'**attività bancaria** e, come tale, è riservata alle banche sia dalla disciplina italiana, sia da quella europea⁹⁶.

95 Si tratta, in particolare, della Sezione IX (*Social lending*) delle Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, emanate l'8 novembre 2016.

96 Si pensi alla nozione di banche che "raccolgono depositi" contenuta nella prima legge bancaria (r.d.l. n. 7 settembre 1926, n. 1511, convertito nella l. 23 giugno 1927, n. 1107) e alla riserva delle attività di raccolta del risparmio e di esercizio del credito contenuta nell'art. 1 della legge bancaria del 1936/38, penalmente sanzionata dal successivo art. 96 della medesima legge. La riserva è stata poi trasfusa, adattandola al nuovo contesto economico e normativo, nel d.lgs. n. 481/1992 di recepimento della seconda direttiva di coordinamento in materia bancaria (89/646/CEE) e da lì nell'art. 11 del TUB. Prevedeva, infatti, l'art. 3 della citata direttiva 89/646/CEE che persone e imprese diverse dagli enti creditizi non potessero effettuare, a titolo professionale, l'attività di raccolta di fondi rimborsabili presso il pubblico. Lo stesso articolo prevedeva alcune deroghe, tra le quali si deve citare, per quanto qui interessa, il caso in cui un'espressa previsione normativa nazionale o europea consentisse tale raccolta a soggetti diversi dagli enti creditizi, ma a condizione che l'attività fosse soggetta a regolamentazione e a controlli diretti a proteggere depositanti e investitori. È importante ricordare che la riserva di cui trattasi è peraltro presente nel diritto europeo sin dalla prima di direttiva di coordinamento in materia bancaria (77/780/CEE), il cui 5° considerando precisa che l'attività bancaria consiste, sul lato della raccolta, nel "raccogliere fondi rimborsabili presso il pubblico sia sotto forma di deposito che sotto altre forme, quali l'emissione continua di obbligazioni e di altri titoli comparabili", e il cui art. 1 identifica il contenuto dell'attività bancaria, sempre sul versante della raccolta, "nel ricevere depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico". Identica disciplina è contenuta oggi nell'art. 9, par. 2, della direttiva 2013/36/UE (meglio nota come *CRD IV*). Per un'analisi della disciplina della raccolta del risparmio nell'ordinamento italiano si rinvia, tra gli altri, a D'Amico e Enria 1996, pp. 280 ss.; Costi, 2001, pp. 185 ss.; Calandra Buonauro 2001, pp. 37 ss.; Porzio 2003, pp. 198 ss.; Brescia Morra, 2006, pp. 22 ss.; Desiderio 2010, pp. 369 ss.; a Troiano 2012, pp. 140 ss.

Partendo da quest'ultima, si deve qui ricordare che la riserva bancaria sull'attività di raccolta del risparmio presso il pubblico con obbligo di rimborso condotta insieme a quella di erogazione del credito è attualmente sancita dall'art. 4(1)1 della direttiva 2013/36/UE, meglio nota come *Capital Requirements Directive* o *CRD IV*, mentre quella sulla sola raccolta di fondi con obbligo di rimborso presso il pubblico dall'art. 9 del regolamento (UE) n. 575/2013, meglio noto come *Capital Requirements Regulation* o *CRR* (entrambi in corso di revisione come pacchetto *CRD V* e *CRR II*)⁹⁷.

Nel diritto italiano, la riserva di attività di cui si discute è contenuta nell'art. 11 del Testo Unico Bancario (di seguito, t.u.b.; d.lgs. 385/1993).

Sino agli anni Settanta del secolo scorso, la riserva in questione – quale regola generale, passibile solo delle limitate eccezioni tassativamente previste dalla legge – ha costituito nell'ordinamento italiano uno degli strumenti per assicurare la centralità dell'intermediazione bancaria nel finanziamento dell'economia e per mantenere gli strumenti di raccolta con obbligo di rimborso e di finanziamento diretti e, quindi, "disintermediati" entro ristrette eccezioni (giustificate dal rapporto tra finanziatore e finanziato) o comunque entro i limiti della raccolta obbligazionaria consentita dal codice civile e, se applicabili, secondo le modalità ammesse dal testo unico finanziario.

Tali attività, infatti, sono collegate al tradizionale ruolo delle banche nella trasmissione della politica monetaria, nei sistemi di pagamento e nel sistema economico generale anche a causa delle interconnessioni tra intermediari, nella trasformazione della liquidità e delle scadenze e nel fenomeno di creazione di moneta/liquidità (Costi 1999; Costi 2012, pp. 205-208; Brescia Morra 2010, pp. 95-98; Brescia Morra 2016, pp. 11 ss., 58-60, 95 ss.; Duwatripont e Tirole 1993, pp. 29 ss.; Giorgianni e Tardivo 2012, pp. 5-6; Landi e Onado 1996, pp. 34-37; Carnell et al. 2009, pp. 48 ss.; Cranston 2002, pp. 65 ss.; Dragomir 2010, pp. 26 ss. e 39-47). La banca, infatti, svolge un ruolo di "intermediazione forte", dal momento che, raccogliendo il denaro presso il pubblico in forma di fondi rimborsabili ed erogando finanziamenti a soggetti dalla medesima selezionati, assume direttamente su di sé il rischio di credito (Benston e Smith 1976; Santomero 1984, pp. 576-79; Bhattacharya e Takor 1993; Onado 2000, pp. 28 ss., 209 ss., 352; Perrone 2006).

Lo svolgimento di tali attività, anche in considerazione dell'importanza delle funzioni svolte, implica l'insorgenza di rischi di elevata entità e specifici del settore: in particolare, il rischio di "corsa agli sportelli" dei depositanti e quello del verificarsi di conseguenze negative in termini di instabilità del sistema collegate alla ridotta liquidità degli *asset* bancari per la necessità di impiegare proficuamente le risorse e quindi di riserve solo frazionarie. L'esigenza di presidiare in modo adeguato i rischi di cui si è detto e l'importanza degli enti creditizi nel contesto economico generale giustificano tradizionalmente la presenza di una riserva di attività e quindi la necessità di un'autorizzazione per lo svolgimento della

97 Il pacchetto prevede vari aggiustamenti ad alcuni requisiti e ai soggetti esenti, maggior proporzionalità nella vigilanza a favore delle banche piccole e semplici e incentivi per il prestito alle PMI: cfr. http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/comunicato_stampa_commissione_europea_16_aprile_2019.pdf.

stessa, subordinata al rispetto, *in primis*, di una serie di condizioni oggettive: un capitale minimo⁹⁸, una determinata forma legale (in Italia, s.p.a. o società cooperativa per azioni a responsabilità limitata), requisiti degli amministratori e dei titolari di partecipazioni qualificate⁹⁹, assenza di stretti legami che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza (cfr. art. 14 t.u.b.). In secondo luogo, la disciplina bancaria impone il rispetto di **stringenti requisiti prudenziali** atti a dotare le banche di fondi propri sufficienti a coprire le perdite che potrebbero derivare dai rischi propri dell'attività, limiti alle partecipazioni detenibili in altre società (per limitare la concentrazione dei rischi, l'immobilizzazione degli impieghi e conflitti di interessi) e regole di *corporate governance* (artt. 53 ss. t.u.b.). Infine, le banche sono sottoposte a **vigilanza** (regolamentare, ispettiva e informativa) (artt. 51 ss. t.u.b.) e sono ad ogni modo tenute a rispettare anche discipline non prudenziali aventi ad oggetto, per esempio, i **rapporti contrattuali con i clienti** (artt. 115 ss. t.u.b., disposizione non armonizzata a livello europeo, cui si aggiungono, con non poche sovrapposizioni e difficoltà applicative, le discipline speciali di trasparenza diversificate - come si vedrà nelle pagine seguenti - a seconda dello specifico servizio offerto: credito ai consumatori, mutui residenziali, servizi di pagamento e conti di pagamento).

La disciplina ha subito nel corso del tempo **diverse modifiche al fine di adeguarla al progressivo aumento (ed allargamento) dei canali non bancari di finanziamento dell'impresa**¹⁰⁰ e alla creazione di nuovi intermediari finanziari non bancari, quali gli istituti di moneta elettronica (di seguito, IMEL) e gli istituti di pagamento (di seguito, IP). All'esito di queste modifiche, la disciplina in questione oggi prevede - per quanto in questa sede interessa - che non sia riservata alle banche la ricezione di fondi: **a) effettuata dai soggetti autorizzati a prestare servizi di pagamento e di emissione di moneta elettronica quando connessa all'espletamento di detti servizi e svolta nel rispetto delle condizioni e dei limiti previsti dalle relative normative di settore; b) senza emissione di strumenti finanziari, presso soci o dipendenti o altre società del medesimo gruppo, nei limiti individuati dal CICR e dalle disposizioni attuative della Banca d'Italia; c) effettuata dalle società mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari disciplinati dal codice civile e testo unico finanziario, nei limiti pure individuati dalle delibere del CICR e dalle disposizioni della Banca d'Italia in conformità con quanto previsto dal codice civile stesso¹⁰¹; d) rientranti in altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio (art. 11, comma 4, t.u.b.).**

98 Ora di €10 milioni per banche lucrative e popolari e €5 milioni per le BCC.

99 I requisiti richiesti agli amministratori attengono alla professionalità, onorabilità (assenza di certe condanne penali) e, più recentemente, anche di indipendenza, competenza, disponibilità di tempo e limiti di cumulo degli incarichi, differenziati in base al ruolo da ricoprire (artt. 14, comma 1, lett. e), 19 e 26). I titolari di partecipazioni, invece, devono possedere determinati requisiti di onorabilità, competenza (graduata in base al livello di influenza) e correttezza, oltre che, in sede di acquisizione, superare il vaglio di idoneità a permettere la sana e prudente gestione della banca, svolto dall'autorità di vigilanza e basato tra l'altro sull'esame della reputazione del titolare delle partecipazioni, la sua solidità finanziaria, l'idoneità della struttura dell'eventuale gruppo di consentire l'esercizio efficace della vigilanza e la mancanza di un fondato sospetto di operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo (artt. 14, comma 1, lett. d), 19 e 25 t.u.b.).

100 Si pensi alle numerose e penetranti modifiche introdotte nell'art. 11 t.u.b. dalla riforma del diritto societario (d.lgs. n. 6/2003 come "corretto" dal d.lgs. n. 37/2004) e alla relativa disciplina di attuazione, contenuta nella delibera del CICR 19 luglio 2005, n. 1058, a sua volta integrata dalla delibera 22 febbraio 2006, n. 241.

101 Cfr. l'art. 4 della delibera CICR n. 1058/2005 (art. 3 Disposizioni di vigilanza sulla raccolta non bancaria del risparmio), il quale richiama i limiti previsti, rispettivamente, dall'art. 2412, comma 1, c.c. per le s.p.a., dall'art. 2483 c.c. per le s.r.l. e dall'art. 2526 c.c. per le cooperative a responsabilità limitata.

Sono inoltre escluse dalla riserva le forme di raccolta non qualificabili come rivolte "al pubblico", in quanto realizzate «sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti, mediante contratti dai quali risulti la natura di finanziamento» (art. 2, comma 2, terzo trattino, della delibera CICR n. 1058/2005; cfr. anche art. 2, comma 1, lett. b) Disposizioni della Banca d'Italia per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, novembre 2016), presumendosi in tal caso una maggior consapevolezza da parte di chi presta denaro (Troiano 2012, p. 101).

In passato, la Banca d'Italia ha ritenuto di scorgere una possibile violazione della riserva sulla raccolta del risparmio nella ricezione di fondi dal pubblico operata da uno dei primi *lending marketplace* operanti in Italia, a causa della confusione dei patrimoni e della conseguente nascita dell'obbligo di rimborso (in violazione delle condizioni fissate dall'Autorità in sede autorizzativa).

Ci si riferisce al caso Zopa Italia, in cui l'Autorità di vigilanza, confermata nella sua opinione dal TAR Lazio, ha riconosciuto tale violazione in capo alla piattaforma (che era stata autorizzata ad offrire un servizio di pagamento nel rispetto di certe condizioni, ritenute dalla Banca d'Italia violate) per la presenza di inaccurata o incompleta separazione giuridica dei fondi della piattaforma da quelli degli utenti, con conseguente confusione patrimoniale e quindi passaggio di proprietà dei fondi a favore della piattaforma (con connesso rischio di azioni esecutive da parte dei creditori della stessa) e sorgere di un obbligo di rimborso in capo alla medesima. Inoltre, la sussistenza di una molteplicità e varietà di operazioni sui fondi inseriti nel sistema come a disposizione degli utenti (ad esempio, rimborso e reinvestimento di quanto ripagato dai prestatori) avrebbe creato di fatto una sorta di deposito irregolare¹⁰².

Il marketplace lending nell'ambito delle "Disposizioni sulla raccolta non bancaria del risparmio" della Banca d'Italia

Sulla base del quadro normativo europeo e nazionale sopra delineato e dei limiti dallo stesso imposti, nel 2016, in occasione della revisione delle già menzionate "Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche", la Banca d'Italia vi ha introdotto una Sezione (la IX) dedicata al *social lending (marketplace lending)*, nella quale si chiarisce che tale attività può essere svolta nel rispetto delle discipline esistenti, con particolare riguardo alla normativa in materia di raccolta del risparmio.

Le Disposizioni affermano, infatti, che «[r]estano ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di *social lending* attraverso portali *on-line*». Inoltre, esse precisano che, per quanto riguarda i gestori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: a) la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del t.u.b. autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies*, comma 4, del

¹⁰² Si veda la sentenza del T.A.R. Roma, Lazio, 12 dicembre. 2009, n. 12848, sez. III, in Giur. comm., (2011) 2, II, 422.

t.u.b.; b) la ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati (sui quali *infra*, § 7.3).

Va pure osservato che, in queste disposizioni, l'Autorità non riferisce il rischio di violazione della riserva bancaria solo ai gestori delle piattaforme (diversi da banche, IP e IMEL) ma anche, e soprattutto, ai prenditori di fondi (*crowd-borrower*), specificando che questi ultimi non violano la riserva in questione ricevendo denaro dal pubblico solo nell'ipotesi in cui si avvalgano di «soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale» o «l'acquisizione di fondi [sia] effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori»; quindi «allorché i prenditori e i finanziatori [siano] in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limit[i] a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto», in modo che il contratto standard predisposto dalla piattaforma costituisca esclusivamente un punto di partenza per le trattative tra gli utenti (Banca d'Italia 2016b).

La configurazione di una violazione della riserva bancaria sulla raccolta del risparmio da parte dei prenditori è peraltro anche conseguenza della traduzione, nella trasposizione delle Direttive bancarie europee (dalla direttiva n. 73/183/CEE alla CRD IV) nel Testo Unico Bancario, dell'espressione inglese «*carrying out the business of taking deposits*».

Tale espressione è stata, infatti, tradotta semplicemente come "raccolta del risparmio" o "acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma" senza mantenere il requisito dello svolgimento in via professionale o perlomeno organizzata/imprenditoriale dell'attività stessa (implicita invece nel concetto di *'business'*), per cui qualunque acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, anche occasionale, non organizzata e priva dei caratteri di continuità e di prevalenza, costituirebbe una violazione della riserva bancaria (Antonucci 1996, 621-622, la quale giunge ad ipotizzare che «l'estensione della riserva anche alla raccolta del risparmio non professionali non si limiti ad esorbitare dall'area del coordinamento compiuto dalla direttiva, ponendosi piuttosto in contrasto con l'art. 3 della direttiva, nel momento in cui definisce una diversa e più ampia riserva di attività di raccolta di fondi rimborsabili dal pubblico. Il che non resta fugato anche nella discutibile logica dell'armonizzazione minimale»; Troiano 2012, p. 101)¹⁰³.

Una posizione simile a quella fatta propria dalle recenti disposizioni di Banca d'Italia è stata assunta anche dall'Autorità di vigilanza finanziaria del Belgio, paese in cui è riscontrabile analogo "imprecisa" trasposizione delle Direttive bancarie europee. Infatti, nel 2007, l'allora Autorità di vigilanza finanziaria belga, la *Commission Bancaire, Financière et des Assurances (CBFA)*¹⁰⁴, nel decidere

103 Tale espressione è stata peraltro più correttamente tradotta nelle versioni ufficiali italiane delle Direttive (tranne curiosamente in quella della vigente CRD IV) come «effettuare, a titolo professionale, l'attività di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili, dal pubblico». Cfr. più ampiamente Macchiavello (2017). Di fronte alle constatate differenze tra gli Stati membri in fatto di definizione di "ente creditizio" anche su tale punto, l'EBA aveva anche proposto l'uso dell'espressione «*in the course of carrying out the activity by way of business*»: cfr. EBA (2014).

104 La CBFA era l'autorità responsabile della vigilanza bancaria, dei mercati finanziari e assicurativa ed è stata sostituita, a partire dal 1 aprile 2011 ed a seguito di una riforma che ha introdotto un sistema di vigilanza basato sul modello "twin picks", dall'*Autorité des services et marchés financiers (FSMA)* (con riferimento alla vigilanza sui mercati finanziari e società quotate, il controllo del rispetto delle regole di condotta, il controllo dei prodotti, l'educazione

sull'ammissibilità di uno specifico progetto di costituzione di quella che sarebbe stata la prima piattaforma di *peer-to-peer lending* nel paese, ha ragionato in termini di violazione della riserva in materia di raccolta del risparmio da parte dei riceventi il prestito e non delle piattaforme (le quali avrebbero agito su mandato di questi). I richiedenti il prestito, infatti, pubblicando le loro esigenze di credito, effettuerebbero un'offerta al pubblico (cioè rivolta a più di 50 persone secondo il diritto belga) con l'obiettivo di ricevere dallo stesso fondi rimborsabili (Colaert 2016).

Tuttavia, anche in Austria, dove la riserva bancaria copre la sola "*commercial acceptance*" di fondi dal pubblico con obbligo di rimborso per la finalità di amministrazione o di depositi (§ 1 (1) *Figure 1*, della legge federale bancaria), l'Autorità del mercato finanziario (*Finanzmarktaufsicht – FMA*) ha ritenuto nel 2012 che la ricezione di fondi nella forma di micro-prestiti da restituire con interessi ad una certa data effettuata attraverso piattaforme online e sulla base di un contratto standard da parte di imprese per finanziare le proprie regolari operazioni costituisca ricezione professionale/organizzata di fondi rimborsabili e quindi fosse vietata in quanto svolta senza la richiesta licenza bancaria¹⁰⁵. Per tale motivo, nel paese si sono diffusi i prestiti subordinati online che, non implicando un obbligo assoluto di rimborso, sono stati ritenuti esclusi dalla riserva bancaria (Gajda 2017, pp. 24, 26, 30).

Infine, la Banca d'Italia suggerisce in termini generali alle piattaforme di prevedere limiti agli importi massimi dei prestiti ottenibili attraverso le stesse, in quanto coerenti con la *ratio* sottesa alle Disposizioni in questione di «impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori», pur lasciando libere le piattaforme di stabilire la soglia.

Valutazione della congruità della normativa

Va innanzitutto considerato che se la relazione tra *crowd-investor* e piattaforme dovesse essere ritenuta riconducibile all'attività di raccolta del risparmio ne deriverebbe per queste ultime la necessità di ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria e di rispettare la relativa disciplina. Una tale conclusione non appare, però, coerente con la concreta attività svolta dalle piattaforme né, quindi, rispondente all'approccio regolatorio funzionale o *risk-based* che si è più sopra suggerito (§ 3.5). Perlomeno nel modello base (quello della mediazione tra privati), le medesime non assumono, infatti, l'obbligo di rimborso (né il corrispondente rischio di credito), né quello di trasformazione delle scadenze e presentano finora un livello molto limitato di interconnessioni tra loro e con il sistema bancario (cfr. anche CGFS e FSB 2017, pp. 25 e 31), rendendo perciò immotivata (ed eccessiva) l'applicazione di una disciplina pensata invece per tali rischi e attività.

È perciò comprensibile che, nell'ambito delle più volte citate Disposizioni della Banca d'Italia del 2016, si sia cercato di chiarire le circostanze e condizioni in base alle quali il *marketplace lending* possa essere sottratto all'ambito della raccolta

finanziaria e la vigilanza sugli operatori finanziari nei rapporti con i clienti) e dalla *Banque nationale de Belgique* (con riguardo alla vigilanza micro-prudenziale e macro-prudenziale degli operatori finanziari e del mercato finanziario per la stabilità ed efficienza del sistema). Cfr. <https://www.nbb.be/fr/la-banque-nationale/missions-et-activites/la-supervision-financiere> e <https://www.fsma.be/fr/brochure-de-presentation>.

105 FMA UB0001.200/0017-BUG 2012.

del risparmio. Tuttavia, la soluzione adottata non può che essere considerata un primo tentativo di adattare la disciplina esistente ad una realtà del tutto nuova, allo scopo di fornire linee-guida agli operatori che consentano loro di non ledere la riserva in attesa di un intervento normativo organico in materia¹⁰⁶.

Ciò premesso, pur considerando i limiti derivanti dalla normativa primaria e secondaria sopra esposta, risulta tuttavia evidente che le modalità operative effettive delle piattaforme (tese - in ragione dei costi, della diversificazione del rischio e della complessità risultante dalla gestione di molteplici relazioni contrattuali con innumerevoli riceventi - a standardizzare ed automatizzare il più possibile le operazioni) risultano estranee al contenuto delle Disposizioni in discorso, né un adattamento interpretativo di queste ultime sembra facilmente realizzabile.

Oltre ad imporre il requisito della "trattativa personalizzata", di per sé poco coerente con il funzionamento dei *lending marketplace* (salvo intenderlo in un'ottica "automatizzata"), le disposizioni della Banca d'Italia omettono inoltre di considerare altri importanti profili del fenomeno in rapporto alla *ratio* della disciplina della raccolta del risparmio e ai rischi che tale disciplina mira a presidiare.

Partendo dai primi, non si può dimenticare che «il *LBC* permette [...] alle piccole e medie imprese e alle famiglie di indebitarsi per mezzo di un processo molto simile a quello che consente alle imprese di media e grande dimensione di emettere obbligazioni. Secondo quanto dichiarato da uno dei fondatori di Zopa, i meccanismi che regolano il funzionamento dei mercati obbligazionari sono stati la principale fonte di ispirazione al momento della creazione della prima piattaforma di *LBC*» (Bofondi 2017),

Di conseguenza, sembrerebbe più coerente con la natura del fenomeno - quantomeno nel caso di *borrower*-imprese - cercare i criteri per individuare le ipotesi di *marketplace lending* che non integrano raccolta del risparmio presso il pubblico nella disciplina del finanziamento non bancario dell'impresa e, in particolare, nelle condizioni e nei limiti in cui è consentita l'emissione di titoli di debito (Bofondi 2017), piuttosto che richiedere una (spesso inesistente) trattativa individuale. Nel caso di *borrower*-persone fisiche, invece, dato l'importo per sua natura limitato dei finanziamenti che queste possono richiedere tramite le piattaforme, non pare neppure sussistano quelle esigenze di tutela del sistema presidiate dalla riserva di attività qui in esame.

Quanto ai rischi, questi sono stati individuati dalle autorità internazionali (FSB 2014) in una possibile inefficiente allocazione del risparmio, derivante da una dazione di prestiti a soggetti non meritevoli, e nel conseguente aumento delle insolvenze dei prenditori, che potrebbe a sua volta dar luogo a situazioni di crisi delle piattaforme. Le stesse fonti evidenziano il rischio di una mancanza di trasparenza delle condizioni applicate, sia in danno dei finanziatori, sia dei prenditori dei prestiti e quello di possibili malfunzionamenti delle infrastrutture informatiche delle

106 Cfr. la relazione che accompagna il documento di consultazione del novembre 2015 che ha preceduto l'adozione delle disposizioni in discorso, par. II.5

piattaforme che possono interrompere o, comunque, compromettere l'erogazione dei servizi.

Per quanto tutti connessi, in via diretta o indiretta, con l'appello al pubblico risparmio connotato con il *marketplace lending*, i rischi di cui si è detto non paiono adeguatamente presidiati dal semplice meccanismo della trattativa privata richiamato dalle disposizioni della Banca d'Italia o comunque dalla mera applicazione della normativa bancaria, essendo invece evidente la necessità di una più mirata regolamentazione (cfr. ancora Bofondi 2017; Macchiavello 2017a e 2018a). Né, peraltro, dalla eventuale riconduzione del *marketplace lending* alla raccolta del risparmio potrebbe discendere in automatico l'applicazione delle norme di trasparenza bancaria di cui agli artt. 115 ss. t.u.b. a tutti i servizi resi dalle piattaforme agli utenti (*crowd-investor* e *crowd-borrower*), giacché l'ambito di operatività di tale disciplina attiene alle sole attività tipiche svolte nel territorio della Repubblica dalle banche e dagli intermediari finanziari.

7.2 L'erogazione del credito e la mediazione creditizia: la mancanza di un quadro armonizzato (unitario) europeo

Le diverse scelte regolatorie a livello europeo

Un secondo ambito di riserve di attività riguardo al quale è opportuno misurare l'operatività dei *lending marketplace* attiene all'erogazione del credito, giacché è per il tramite delle medesime che i *crowd-borrower* ottengono accesso ai finanziamenti.

La normativa europea, come è noto, non rende oggetto di riserva l'attività di erogazione del credito in quanto tale ma solo quando viene svolta in combinazione con la raccolta del risparmio (in quanto attività bancaria). Inoltre, sempre a livello europeo, la regolazione di tale attività non è stata armonizzata in via generale ma solo per ambiti limitati a maggior tutela del prestatore di credito consumatore, peraltro ignorando la disciplina applicabile al soggetto finanziatore in quanto tale (v. *infra* e § 8.2). Ci si riferisce alla seconda direttiva in materia di credito al consumo (2008/48/CE, nota anche come *Consumer Credit Directive* o *CCD*) e alla direttiva sui mutui residenziali ai consumatori (2014/17/UE, nota anche come *Mortgage Credit Directive* o *MCD*)¹⁰⁷.

Di conseguenza, i singoli Stati membri hanno compiuto scelte regolatorie diversificate, in taluni casi lasciando il settore del credito tendenzialmente libero e non regolato (così, ad esempio, nel Regno Unito), in altri riconducendo l'erogazione del credito all'attività bancaria e per questa via assoggettandola a riserva (Germania e, prima delle recenti riforme, Francia); in altri, ancora, assoggettando l'attività di

¹⁰⁷ La *CCD* e la *MCD* sono state rispettivamente recepite in Italia dagli artt. 121 ss. e artt. 120-*quinquies* ss. t.u.b. In materia di credito ai consumatori, ex *multis*: Costi (2012), pp. 725 ss.; Capriglione (1987); Carriero (1998); Sartori (2010), pp. 209 ss.; Carriero e Macario (2016), pp. 1467 ss. Per un'analisi della *MCD*, cfr. Grisafi (2015a) e Grisafi (2015b); De Gioia-Carabellese e Chessa (2016); Lupoi (2016); Pellicchia (2016).

erogazione del credito non accompagnata da raccolta del risparmio ad una riserva specifica (Italia e, dopo le recenti riforme, Francia).

Si tratta, peraltro, di un ambito di attività la cui regolazione sta subendo in molti Paesi significativi mutamenti negli ultimi anni, in connessione alle ricadute in termini di *credit crunch* ma anche di diffidenza nei confronti dello *shadow banking system*¹⁰⁸, che la crisi economico-finanziaria ha lasciato dietro di sé.

In Francia, ad esempio, il monopolio bancario tradizionalmente copriva non solo la raccolta del risparmio (da sola o congiuntamente all'erogazione di finanziamenti) ma anche, in via separata, la mera attività di erogazione del credito e/o la semplice prestazione di servizi di pagamento (previgenti artt. L.511-5 e L.311-1 del *Code Monétaire et Financier- di seguito, CMF*)¹⁰⁹. Sulla scorta del vecchio impianto normativo, si è giunti in passato a qualificare come illegale l'attività delle piattaforme di facilitazione del credito tra privati ritenendo la sottostante attività di prestito tra privati una violazione dell'allora vigente monopolio bancario, quando svolta a titolo oneroso (cioè applicando tassi di interesse: De Vauplane 2013, p. 21; Lasserre Capdeville 2015) e tra estranei (cioè non tra amici o parenti)¹¹⁰. L'estensione della riserva bancaria nell'ordinamento francese, tuttavia, è stata progressivamente ristretta per effetto del moltiplicarsi di eccezioni allo stesso¹¹¹. Inoltre, la Francia ha di recente introdotto una normativa *ad hoc* per il *marketplace lending* (cfr. *infra* § 10).

In Germania, invece, la riserva bancaria copre tuttora anche l'attività di erogazione del credito, con la conseguenza che i *business model* delle piattaforme di *lending* ivi operanti presuppongono l'intervento di una banca per erogare formalmente il finanziamento; il diritto di credito conseguente all'erogazione sarà poi frazionato in più parti e ceduto ai *crowd-investor* in via diretta dalla banca attraverso il brokeraggio della piattaforma oppure in via indiretta previo trasferimento del credito alla

108 Per "*shadow banking*" s'intende «a system of intermediaries, instruments, entities or financial contracts generating a combination of bank-like functions but outside of the regulatory perimeter or under a regulatory regime which is either light or addresses issues other than systemic risks, and without guaranteed access to central bank liquidity facility or public sector credit guarantees» (European Parliament, 2012; FSB, 2011). In materia si vedano anche Commissione Europea (2013), p. 3; Wymeers (2017), pp. 617 ss. Il FSB identifica le principali caratteristiche e rischi dello *shadow banking* nelle funzioni di trasformazione delle maturità o liquidità, creazione di leva finanziaria e trasferimento imperfetto di rischio di credito. Le funzioni economiche elencate per individuare i fenomeni di *shadow banking* meritevoli di attenzione in termini di rischio sistemico sono: 1) gestione di organismi collettivi di investimento caratterizzati da trasformazione di maturità/liquidità o leva finanziaria e perciò suscettibili di "corsa agli sportelli"; 2) erogazione di finanziamenti con dipendenza da fondi a breve termine; 3) intermediazione di mercato condotta in dipendenza da fondi a breve termine o garantita da beni dei clienti; 4) facilitazione del credito; 5) intermediazione creditizia basata su cartolarizzazione e finanziamento di entità finanziarie (FSB 2015). Sull'interpretazione che ne è stata data dalla Banca d'Italia e sull'approccio dell'autorità italiana, cfr. Gola et al. 2017; Lemma 2016.

109 Va rilevato, tuttavia, che le corti francesi hanno comunque escluso che la ricezione di denaro volta ad un uso specifico possa determinare la violazione della riserva bancaria in materia di raccolta del risparmio (al contrario quindi della posizione delle Corti e autorità di settore in Italia): cfr. Corte d'appello di Parigi, 25 febbraio 1999, Dalloz 2000, SC 455, obs. Synvet; Muller (2015), p. 199.

110 Le attività della piattaforma FriendsClear sono state sospese per violazione del monopolio bancario quando è emerso che gli "amici" che stringevano accordi di finanziamento non si conoscevano prima di incontrarsi virtualmente sulla piattaforma; dopo diversi tentativi di adattamento del modello di *business* effettuati su richiesta dell'*Autorité de Contrôle Prudentiel* (ACP) considerati però troppo onerosi e in grado di snaturare il *LBC*, la piattaforma ha chiuso: Roussin (2010), pp. 49-51; FINPART (2012); Jourdan (2012); Guillaume (2010); Guillaume (2013).

111 Sul progressivo restringimento del monopolio bancario in Francia e correlativa introduzione di riserve speciali a favore di altre categorie di soggetti (piattaforme di *crowdfunding*, società finanziarie, compagnie di assicurazione, fondi di credito ELTIF etc.), cfr. Delmas-Marsalet (2016), pp. 9 ss.; Pesneau (2016), p. 14.

piattaforma (Aschenbeck-Florange e Nagel 2014, p. 104; CGFS e FSB 2017, pp. 13-14; Gajda 2017, p. 239)¹¹².

Il contesto italiano: gli intermediari finanziari ex art. 106 t.u.b.

Passando ad esaminare il contesto italiano, va rammentato che, a partire dal 1991, l'erogazione del credito in forma professionale e nei confronti del pubblico è riservata agli intermediari finanziari di cui al Titolo V del t.u.b. e alle banche quando connessa alla raccolta di depositi.

Quanto alla disciplina degli intermediari del Titolo V, si deve ricordare che, in una prima fase, non vedendosi interferenza tra l'attività dei medesimi e gli interessi pubblici di tutela del risparmio, gli intermediari ex previgente art. 106 t.u.b. erano regolati con una disciplina minima (non prudenziale) finalizzata principalmente a ridurre i rischi di frode e di riciclaggio del denaro. Una disciplina più stringente (e consistente in un'autorizzazione, disciplina prudenziale e vigilanza regolamentare, ispettiva ed informativa simile a quella attualmente vigente per gli intermediari ex nuovo art. 106 t.u.b.) era richiesta solo per gli intermediari di maggiore rilevanza (ex previgente art. 107 t.u.b.), dato il ruolo da questi ultimi svolto nel finanziamento dell'economia e conseguente esposizione al rischio sistemico (Pellegrini 2010, pp. 286, 291).

Il d.lgs. n. 141/2010 (in occasione del recepimento della seconda Direttiva in materia di credito al consumo, cfr. anche *infra* § 8.2) ha modificato in maniera incisiva il quadro previgente eliminando la distinzione fra gli intermediari finanziari ex art. 106 e ex art. 107. Oltre ad erogare credito, tali intermediari, se specificatamente autorizzati, possono anche emettere moneta elettronica, offrire servizi di pagamento e prestare alcuni specifici servizi ed attività di investimento (negoziazione per conto proprio ed esecuzione di ordini per conto dei clienti, in entrambi i casi limitatamente agli strumenti finanziari derivati; nonché i servizi di sottoscrizione e/o collocamento con o senza assunzione a fermo o assunzione di garanzia nei confronti degli emittenti). I medesimi intermediari vengono ora sottoposti ad una disciplina prudenziale, procedura autorizzativa e vigilanza simil-bancaria ("vigilanza equivalente").

Le norme in questione, infatti, ricalcano quelle previste per le banche ma con alcune facilitazioni in termini, ad esempio di inferiori requisiti di capitale minimo¹¹³ e di adeguatezza patrimoniale, nonché con significative semplificazioni per gli intermediari "minori"¹¹⁴ quanto a regole organizzative, calcolo di rischi e sospensione temporanea dell'applicazione di alcune novità introdotte da

112 Anche in Austria l'erogazione di credito professionale/organizzata ("*on a commercial basis*") può essere svolta solo da banche e l'autorità di vigilanza interpreta in maniera molto estesa tale concetto per cui, per violare la normativa, può essere sufficiente anche un solo prestito. Rientra nella riserva bancaria anche il ricevere prestiti "*on a commercial basis*", per finanziare la propria attività economica, sulla base di contratti standard che prevedono la restituzione a una determinata scadenza e la corresponsione di interessi, ad eccezione dell'ipotesi in cui si tratta di prestiti subordinati (ragione per cui le piattaforme offrono solo questo tipo di prestiti): Gajda (2017), pp. 23-24, 30.

113 Essi variano da €1,2 milioni in caso di forma cooperativa a mutualità prevalente (e oggetto erogazione di finanziamenti senza rilascio di garanzie) a €2 o €3 milioni in caso di concessioni di finanziamenti, rispettivamente, senza o con rilascio di garanzie: cfr. Banca d'Italia (2015).

114 Gli intermediari possono considerarsi minori quando hanno meno di €250 milioni di attivo ma sono esclusi, tra gli altri, quelli autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento.

CRD IV e CRR¹¹⁵. Tale inasprimento di regime, in parte conseguente al sospetto verso lo *shadow banking system* generatosi nel contesto della crisi finanziaria ma in ogni caso retto dal principio di proporzionalità¹¹⁶, è stato ritenuto «funzionale al perseguimento degli obiettivi della sana e prudente gestione degli intermediari e della stabilità finanziaria del sistema nel suo complesso» (Banca d'Italia, 2014, p. 3) date anche l'interrelazione con le banche e la necessità rendere più omogenea la regolazione dei soggetti operanti nel sistema finanziario (Lemma 2011, pp. 186, 189; Capriglione e Lemma 2018, pp. 1575-1576).

Sempre in merito all'ampiezza della riserva in materia di erogazione del credito, pare opportuna un'ulteriore precisazione. Se, per un verso, infatti, l'introduzione del d.lgs. 141/2010 può dirsi aver portato in Italia un irrigidimento nelle regole concernenti tale attività, va, d'altro canto, pure segnalata la presenza di altre novità normative in forza delle quali la possibilità di erogare credito è stata progressivamente estesa anche a tipologie di soggetti diversi da banche ed intermediari ex art. 106 t.u.b. Il riferimento va alle assicurazioni – sulle quali però non ci si soffermerà in questa sede, lambendo solo marginalmente il fenomeno del *marketplace lending* (e nella prospettiva opposta in cui assumano la veste di *crowd-investor*) –, a società di cartolarizzazione, fondi di credito (dei quali ci si occuperà *infra* § 7.4) e operatori di microcredito.

Gli intermediari ex art. 106 t.u.b., così come le banche, sono pure soggetti, come si è già accennato, alla disciplina di trasparenza prevista dagli artt. 115 ss. t.u.b. e alle discipline in materia di credito ai consumatori e di mutui residenziali ai consumatori.

La disciplina in materia di credito ai consumatori di cui alla CCD e agli artt. 121 ss. t.u.b., che, come detto, l'hanno recepita in Italia, si applica ai "contratti di credito" (art. 122, comma 1, t.u.b.)¹¹⁷ stipulati fra consumatori e finanziatori professionali, introducendo: 1) intensi obblighi informativi precontrattuali (da adempiere attraverso la consegna di un documento sintetico contenente "Informazioni europee di base relative al credito ai consumatori"); 2) di verifica del merito creditizio (su cui v. *infra* § 9); 3) il diritto di ripensamento del consumatore e

115 Ad esempio, requisiti di leva finanziaria e liquidità e alcune riserve: cfr. Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, Circ. n. 288/2015.

116 Usa comprensibilmente toni critici nei confronti della riforma del titolo V del t.u.b. che ha introdotto una disciplina "near banks" per soggetti che tuttavia non raccolgono il risparmio presso il pubblico Antonucci (2012), pp. 105 ss., in particolare pp. 114-115.

117 In base all'art. 121, comma 1, t.u.b. per contratto di credito s'intende «il contratto con cui un finanziatore concede o si impegna a concedere a un consumatore un credito sotto forma di dilazione di pagamento, di prestito o di altra facilitazione finanziaria» (lett. c), dove per consumatore s'intende «una persona fisica che agisce per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale eventualmente svolta» (lett. b) e per "finanziatore" «un soggetto che, essendo abilitato a erogare finanziamenti a titolo professionale nel territorio della Repubblica, offre o stipula contratti di credito» (lett. f). Eccezionalmente, in deroga alla riserva generale in materia di erogazione del credito, l'art. 122, comma 5, t.u.b. stabilisce che «I venditori di beni e servizi possono concludere contratti di credito nella sola forma della dilazione del prezzo con esclusione del pagamento degli interessi e di altri oneri».

Non tutti i contratti di finanziamento conclusi da consumatori sono tuttavia qualificabili come "contratti di credito", essendo escluse dall'ambito di applicazione della disciplina di cui trattasi alcune tipologie di prestiti ai consumatori, tra le quali quelle soggette alla MCD (su cui v. subito *infra*), nonché i finanziamenti a titolo gratuito e quelli di importo inferiore a €200 o superiore a €75.000, (v. art. 2, par. 2, CCD).

quello di rimborso anticipato del finanziamento in qualsiasi momento. Tutte le norme di tutela del consumatore introdotte da tale disciplina sono inderogabili salvo che le deroghe siano a suo vantaggio (cfr. art. 127 t.u.b.).

Per quanto concerne invece la disciplina in materia di mutui residenziali ai consumatori di cui alla *MCD*, recepita in Italia dagli artt. 120-*quinquies* e ss. t.u.b., – premesso che i mutui residenziali e ipotecari non sono tra i più diffusi nel settore del *lending marketplace* (risultando invece in crescita, specialmente nel Regno Unito, i finanziamenti ai *real estate developer*, cfr. § 4), va sottolineato che anch'essa si applica solo ai contratti tra consumatori e finanziatori professionali, ponendo in capo a questi ultimi penetranti obblighi informativi e di condotta¹¹⁸.

Valutazione di congruità della disciplina

Venendo ad analizzare la pertinenza di tale normativa con l'operatività corrente delle piattaforme, va osservato che, in primo luogo, quando la piattaforma non si presenta come parte del contratto creditizio (cioè nell'assoluta prevalenza dei casi), la relativa attività non può essere descritta in termini di esercizio professionale del credito¹¹⁹. Né può d'altra parte ritenersi che siano i *crowd-investor* a svolgere, in forma professionale da loro organizzata, attività di concessione di finanziamenti nei confronti del pubblico.

Quanto precede è confermato dal fatto che lo *status* di intermediario ex art. 106 t.u.b. risulta oggi assunto solo dal gestore di una delle piattaforme attive in Italia, il quale offre ai suoi utenti forme di compartecipazione al prestito (modello assunto anche allo scopo di assicurare sull'allineamento degli interessi della piattaforma con quella dei *crowd-investor*).

D'altro canto, si deve considerare che la riserva di attività a favore degli intermediari ex art. 106 t.u.b. porta con sé l'applicazione di regole di tutela del soggetto finanziato e, in particolare, della disciplina generale di trasparenza di cui agli art. 115 ss. t.u.b., delle discipline relative ai crediti ai consumatori e ai mutui residenziali ai consumatori di cui, rispettivamente, agli artt. 121 ss. e 120-*quinquies* ss. t.u.b. nonché di altre discipline speciali di trasparenza inerenti a specifiche ed ulteriori attività di natura finanziaria che gli intermediari possono svolgere (; servizi di pagamento, qualora gli intermediari ex art. 106 t.u.b. siano anche autorizzati come IP, e servizi di investimento ammessi e per i quali gli intermediari siano stati autorizzati). Tali regole non risultano, invece, *de iure condito*

¹¹⁸ Si tratta di obblighi di pubblicità, di informativa (anche attraverso la consegna del Prospetto Informativo Europeo Standardizzato con informazioni personalizzate e che permettano il raffronto con altre offerte), di condotta (con attenzione ai bisogni particolari di ogni consumatore), di verifica del merito creditizio, di valutazione indipendente dell'immobile, di divieto di commercializzazione abbinata, di obbligo di concedere un periodo di riflessione di 7 giorni e di procedure da adottare in caso di inadempimento del debitore. Risultano applicabili anche alcune disposizioni in materia di trasparenza in generale (artt. 115 ss. t.u.b.) in forza del rinvio contenuto nell'art. 120-*noviesdecies* t.u.b.

¹¹⁹ Salva la prospettiva, obiettivamente difficile da sostenere, di concepire i *crowd-investor* come ausiliari della piattaforma nell'erogazione in favore dei *crowd-borrower* del prodotto creditizio, dalla prima organizzato in forma professionale.

direttamente applicabili ai contratti con le piattaforme che non hanno assunto lo *status* giuridico di intermediari ex art. 106 t.u.b. (e ciò a causa della frammentazione della catena del valore e della mancanza del tradizionale rapporto bilaterale tra impresa finanziaria e consumatore-cliente, che la presenza delle piattaforme digitali porta con sé: cfr. §§ 2, 3 e 8).

Va peraltro considerato che, pur nel caso di piattaforme con *status* regolamentare di cui all'art. 106 t.u.b., la disciplina generale di trasparenza ex artt. 115 ss. t.u.b. e quelle di protezione dei consumatori si applicherebbero ai soli contratti di finanziamento eventualmente sottoscritti tra piattaforme e utenti, ma non anche a quelli sottoscritti direttamente tra *crowd-investor* e *crowd-borrower*; la disciplina di trasparenza relativa ai servizi di pagamento potrebbe invece trovare applicazione con riferimento ai contratti tra piattaforma e utenti ma solo per quanto attiene a quella tipologia di servizi prestati (§ 7.3)¹²⁰.

Il ricorso all'approccio funzionale e *risk-based* più sopra prospettato (§ 3.4) evidenzia però che, nella prospettiva del *crowd-borrower*, non corre grande differenza tra un finanziamento ricevuto dall'intermediario tradizionale e quello erogato per il tramite della piattaforma, che comunque interagisce con gli utenti in modo professionale e organizzato, anche tramite predisposizione dei modelli contrattuali e gestione dei conseguenti rapporti. Non sembra perciò ragionevole affermare che le istanze protettive perseguite dalle discipline di trasparenza rivolte agli intermediari creditizi (Titolo VI del t.u.b.) possano essere trascurate rispetto al *marketplace lending* solo perché in tale contesto non è rinvenibile un soggetto di imputazione dell'attività di esercizio professionale del credito. Del resto, anche sul versante dei rapporti concorrenziali tra imprese, si vede il riflesso della medesima questione poiché non vi è ragione per escludere che i *lending marketplace* vengano a competere sullo stesso mercato dei finanziatori tradizionali.

D'altra parte, le normative di trasparenza di cui agli artt. 115 ss. t.u.b. non sono per sé sole sufficienti a proteggere gli interessi di tutti gli utenti coinvolti nel *marketplace lending*. Le medesime sono, infatti, com'è ovvio parametrize sull'attività di credito delle banche e degli intermediari ex art. 106 t.u.b. e ignorano *in toto* la tutela degli utenti-*lender* (*crowd-investor*), risultando quindi inadeguate. È questo, invece, un profilo che, nell'ottica di regolazione *de iure condendo* del fenomeno del *marketplace lending*, non può in alcun modo essere trascurato.

Entrambe le considerazioni appena svolte inducono a ritenere, dunque, che, anche sotto il profilo della tutela degli interessi degli utenti connessi all'esercizio del credito, sembrerebbe preferibile l'introduzione di una normativa *ad hoc*.

120 Su questi aspetti cfr. anche Capobianco (2018).

La mediazione creditizia. Valutazione di congruità

In chiusura sul tema dell'erogazione del credito, un breve cenno va riservato alla presenza nell'ordinamento italiano della disciplina sui **mediatori creditizi**, cioè di operatori che mettono in relazione finanziatori professionali con la potenziale clientela in vista della concessione di finanziamenti.

Il mediatore creditizio è il «soggetto che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal Titolo V con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma» e che deve iscriversi in apposito elenco tenuto dall'organismo degli agenti e dei mediatori (OAM) (art. 128-*sexies*, comma 1°, t.u.b.). L'iscrizione è subordinata al rispetto di requisiti di forma di società di capitali o cooperativa, sede legale in Italia, requisiti di azionisti di controllo e degli esponenti ed assicurazione per responsabilità civile (art. 128-*septies* t.u.b.). La normativa prevede la sottoposizione dei mediatori creditizi a obblighi di indipendenza e, ex art. 128-*decies* t.u.b., di trasparenza propri (con rinvio agli artt. 115 ss. t.u.b.).

Tale attività sembra presentare profili di somiglianza con quella svolta dalle piattaforme ma, al di là della maggior complessità dei servizi offerti dai *lending marketplace*, la stessa definizione legale di mediatore creditizio esclude, nella maggior parte dei casi, l'applicabilità della relativa normativa nel contesto del *marketplace lending*, presupponendo la natura di intermediario autorizzato del soggetto che eroga il finanziamento (la maggior parte delle piattaforme italiane richiedono, invece, ai *crowd-investor* una dichiarazione di non professionalità nella concessione di credito). Va tenuto presente, peraltro, che, essendo al mediatore creditizio richiesto lo svolgimento esclusivo dell'attività di mediazione salve attività strumentali e connesse, la qualificazione del gestore della piattaforma a tale stregua potrebbe non permettere al medesimo di svolgere al contempo le altre attività tipiche del *crowdfunding* (salvo che non possano considerarsi, appunto, strumentali e connesse).

Per completezza, va infine rammentato che anche *CCD* e *MCD* prevedono alcuni obblighi informativi e di condotta a carico degli intermediari del credito, cioè di quei soggetti, diversi dai finanziatori, che a diverso titolo favoriscono l'erogazione dei finanziamenti¹²¹. Di conseguenza, nell'ipotesi in cui si ritenesse di far ricadere i rapporti contrattuali fra *crowd-borrower* e *crowd-investor* nel perimetro delle discipline in materia di credito ai consumatori, si potrebbe ipotizzare che le piattaforme siano tenute al rispetto della medesima disciplina qualora svolgano attività tali da comportare la loro qualificazione come "intermediari del credito" e, in particolare, come mediatori creditizi. In particolare, la *MCD*, dopo aver precisato che non è considerata intermediazione del credito l'attività di mera "presentazione" delle

121 Più in dettaglio l'art. 121, comma 1, lett. h), t.u.b., definisce gli intermediari del credito come "gli agenti in attività finanziaria, i mediatori creditizi o qualsiasi altro soggetto, diverso dal finanziatore, che nell'esercizio della propria attività commerciale o professionale svolge, a fronte di un compenso in denaro o di altro vantaggio economico oggetto di pattuizione e nel rispetto delle riserve di attività previste dal Titolo VI-bis, almeno una delle seguenti attività: i) presentazione o proposta di contratti di credito ovvero altre attività preparatorie in vista della conclusione di tali contratti; ii) conclusione di contratti di credito per conto del finanziatore".

parti¹²², ha, inoltre, introdotto un regime di autorizzazione specifico per gli intermediari del credito che intendano beneficiare del passaporto europeo.

7.3 La prestazione dei servizi di pagamento

L'esperienza italiana ed i recenti spunti normativi

Un terzo ambito di attività riservate con cui l'operatività dei *lending marketplace* è chiamata a confrontarsi attiene alla prestazione dei servizi di pagamento: ciò quantomeno nei casi in cui le piattaforme svolgano direttamente tale tipologia di servizi e detengano fondi dei clienti.

Nel nostro Paese, a partire da Smartika, erede di Zopa Italia, la maggior parte dei *lending marketplace* ha richiesto, dopo l'entrata in vigore del d.lgs. 22 gennaio 2010, n. 11, di recepimento della Direttiva *Payment Service Directive* – PSD – n. 2007/64/CE (ora sostituita dalla PSD 2, n. 2015/2366/UE), l'autorizzazione a prestare servizi di pagamento¹²³ e quindi assunto lo *status* regolamentare di IP – operatori cui è riservata (con banche ed istituti di moneta elettronica) la prestazione dei servizi di pagamento ex art. 114–sexies t.u.b. – oppure, in alcuni casi, di agenti di IP (sui quali v. subito *infra*).

Ottenendo un'autorizzazione come IP, le piattaforme italiane hanno potuto aprire conti di pagamento intestati a *crowd-borrower* e *crowd-investor* su cui effettuare trasferimenti di denaro per conto dei clienti senza incorrere nei sopra esposti rischi di violazione della riserva di raccolta del risparmio (cfr. § 7.1). La ricezione di denaro in connessione ai servizi di pagamento (o di emissione di moneta

122 L'art. 4, n. 5, della MCD definisce infatti l'intermediario del credito come la "persona fisica o giuridica che non agisce come creditore o notaio e non presenta semplicemente – direttamente o indirettamente – un consumatore a un creditore o intermediario del credito e che, nell'esercizio della propria attività commerciale o professionale, dietro versamento di un compenso, che può essere costituito da una somma di denaro o da qualsiasi altro corrispettivo finanziario pattuito: a) presenta od offre contratti di credito ai consumatori; b) assiste i consumatori svolgendo attività preparatorie o altre attività amministrative precontrattuali per la conclusione di contratti di credito diverse da quelle di cui alla lettera a); c) conclude con i consumatori contratti di credito per conto del creditore". Cfr. sul punto EBA (2015), p. 26. Tale limitazione non è stata però recepita nell'ordinamento italiano. Infatti, l'art. 120–quinquies, lett. g), t.u.b. definisce tali intermediari come «gli agenti in attività finanziaria, i mediatori creditizi o qualsiasi altro soggetto, diverso dal finanziatore, che nell'esercizio della propria attività commerciale o professionale svolge, a fronte di un compenso in denaro o di altro vantaggio economico oggetto di pattuizione e nel rispetto delle riserve di attività previste dalla legislazione vigente, almeno una delle seguenti attività: i) presentazione o proposta di contratti di credito ovvero altre attività preparatorie in vista della conclusione di tali contratti; ii) conclusione di contratti di credito per conto del finanziatore».

123 Ai sensi dell'art. 1, comma 2, lett. h–septies.1) t.u.b. (aggiunto dal d.lgs. 218/2017) per «servizi di pagamento» s'intendono le seguenti attività: «1) servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 2) servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 3) esecuzione di operazioni di pagamento, incluso il trasferimento di fondi su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell'utilizzatore o presso un altro prestatore di servizi di pagamento: 3.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti una tantum; 3.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 3.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 4) esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento: 4.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti una tantum; 4.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 4.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 5) emissione di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento; 6) rimessa di denaro; 7) servizi di disposizione di ordini di pagamento; 8) servizi di informazione sui conti».

elettronica), infatti, è, come si è visto, espressamente esclusa dalla nozione di raccolta del risparmio (art. 11, comma 2-ter, t.u.b.), sempre che si rispettino i relativi requisiti, tra cui la separazione patrimoniale tra i fondi dei clienti e quelli dell'IP (documentata da evidenze contabili dei fondi ricevuti, distinte per i singoli clienti) e l'uso di una banca depositaria per i fondi ricevuti.

In passato la PSD prevedeva tra le esenzioni ammissibili (art. 3) il caso di transazioni di pagamento avvenute attraverso "commercial agent" cioè persone «*authorized to negotiate or conclude the sale or purchase of goods or services on behalf of the payer or the payee*». Alcuni paesi hanno utilizzato tale esenzione per escludere l'applicabilità della PSD ai *lending marketplace* in quanto operanti per conto di *crowd-orrorwer* e *crowd-investor* (Regno Unito, Austria), mentre altri paesi hanno ritenuto al contrario non applicabile l'esenzione in questione, la quale richiederebbe all'agente commerciale di operare per conto, alternativamente, dell'uno o dell'altro degli utenti (Germania) (Aschenbeck-Florange et al. 2016, p. 81; Gajda 2017, p. 31). Ora la PSD 2, specificando che l'agente deve agire per conto solo del *payee* o solo del *payer* (considerando 11 e art. 3(1) lett. b) PSD 2), esclude espressamente l'utilizzabilità dell'esenzione in questione nel contesto del *marketplace lending* (in cui la piattaforma agisce per conto di entrambi) (Macchiavello 2015a, p. 580).

Gli IP sono sottoposti ad un procedimento autorizzativo, una disciplina e vigilanza regolamentare, ispettiva ed informativa della Banca d'Italia (art. 114-sexies ss. t.u.b.) che segue lo schema della vigilanza bancaria (anche per l'esigenza di sorvegliare il sistema dei pagamenti) pur risultando più semplice e leggera (specialmente in caso di IP a ridotta operatività)¹²⁴, in termini di requisiti inferiori di capitale minimo e di fondi propri¹²⁵, di assenza di limitazioni in materia di partecipazioni detenibili e di regole meno rigide (e basate sul principio di proporzionalità) quanto a governo societario ed organizzazione interna¹²⁶.

La semplificazione di disciplina cui sono sottoposti gli IP è giustificata dalla diversità di attività e di rischi fra IP e banche¹²⁷ e dalla volontà del legislatore comunitario di introdurre un regime

124 Gli operatori a ridotta operatività sono quelli con media mensile delle operazioni di pagamento sotto i €3 milioni ma possono essere autorizzati solo ai servizi di rimesse e di esecuzione di operazioni di pagamento attraverso dispositivo informatico/digitale (in cui il pagamento sia effettuato dall'operatore del mezzo informatico come intermediario tra cliente e fornitore di beni/servizi) e non beneficino del passaporto europeo.

125 Il capitale iniziale minimo degli IP varia a seconda tipo servizio offerto, da €20.000 (se solo servizio di rimesse) a €50.000 (esecuzione di operazioni di pagamento attraverso dispositivo informatico/digitale su cui v. supra) o €125.000 (tutti i restanti servizi di pagamento). Il requisito patrimoniale invece corrisponde al 10% dei costi fissi dell'anno precedente oppure alla somma delle quote dei volumi di pagamento nelle percentuali indicate dall'autorità e variabili dallo 0,25% al 4% (Banca d'Italia 2016a). La PSD 2 ha previsto, in coerenza con il CRR, l'estensione della nozione di fondi propri e dei requisiti a fronte dei rischi di credito agli IP ma la Banca d'Italia ha ritenuto non applicabili i requisiti in questione agli IP a causa delle restrizioni prudenziali previste dal t.u.b. in materia di erogazione del credito da parte degli IP: cfr. Banca d'Italia, Documento per la consultazione. Modifiche alle disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica in attuazione della direttiva 2015/2366/UE, (11 luglio 2018).

126 La Banca d'Italia emana disposizioni di carattere generale in materia di governo societario, adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio, organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni e sistemi di remunerazione e incentivazione: cfr. Banca d'Italia (2016a). In materia di disciplina degli IP: Mancini et al. (2011); Rispoli Farina et al. (2009); Santoro e Sciarone Alibrandi (2010); Gimigliano (2010a); Santoro (2014); Santoro (2016).

127 Cfr. considerando 11 PSD nel quale si sottolinea che gli IP «esercitano attività più specializzate e limitate, che generano rischi molto più ristretti e più facili da monitorare e controllare di quelli derivanti dalla più ampia gamma di attività degli enti creditizi». Sollevano dubbi sull'effettivo rispetto del principio di proporzionalità nella disciplina

armonizzato a livello europeo (accompagnato da mutuo riconoscimento), meno costoso di quello bancario e volto a favorire la concorrenza (spezzando monopoli bancari nazionali nel settore) ma allo stesso tempo garantendo la stabilità degli IP e del mercato (Clarich 2008, pp. 459 ss.; Forestieri 2002; Gimigliano 2005; Mancini 2013, pp. 140-141; Santoro 2009, pp. 49 ss.). Gli IP, infatti, non possono raccogliere depositi né erogare finanziamenti (salvo come attività accessoria, in stretta connessione con alcuni servizi di pagamento prestati, senza utilizzare fondi ricevuti per operazioni di pagamento e a certe condizioni fissate dalla Banca d'Italia¹²⁸), non acquistano la titolarità dei fondi dei clienti (che, per disposizione legislativa, anche al fine di escludere la natura di raccolta del risparmio, sono separati dai fondi dell'IP e depositati presso una banca e per questa via protetti dal sistema di garanzia dei depositi). D'altro canto, agli IP non è imposto l'oggetto esclusivo consistente nella prestazione di servizi di pagamento, per cui vi è la possibilità di svolgere anche altre attività d'impresa, sia finanziarie che non - a certe condizioni (IP "ibridi"; cfr. art. 11(5) e 18(1) PSD 2)¹²⁹.

Anche con riguardo alla **prestazione dei servizi di pagamento**, si deve considerare che la riserva di attività porta con sé l'applicazione, a tutela degli utenti, di **obblighi di trasparenza** (informativi e di condotta) - di recente potenziati a seguito del recepimento della *Payment Account Directive - PAD* - n. 2014/92/UE e della *PSD 2* n. 2015/2366/UE. Tali obblighi sono oggi contenuti negli artt. 126-*bis* - 126-*novies* e, per i conti di pagamento offerti a consumatori, negli artt. 126-*decies* - 126-*octiesdecies* t.u.b. Essi vanno a sommarsi agli obblighi generali di trasparenza imposti alle banche ed agli intermediari finanziari non bancari dagli artt. 115 ss. t.u.b., proprio in ragione delle peculiarità connesse alla prestazione di questo tipo di servizi ed al fine di garantire «un adeguato livello di affidabilità ed efficienza dei servizi di pagamento» (art. 126-*bis*, comma 6, t.u.b.)¹³⁰.

degli IP in raffronto alla normativa bancaria: Merusi (2010), pp. 1171 ss., Porzio (2011), p. 442; Mancini (2010), pp. 1105 ss.; Gimigliano (2010b), pp. 943; Santoro (2016), pp. 1676-1677.

128 Concedere prestiti in connessione ai servizi di pagamento è indicato dall'art. 114-*octies* t.u.b. tra i servizi accessori svolgibili dagli IP (insieme a servizi operativi o strettamente connessi quali garanzie o servizi di cambio e gestione di servizi di pagamento). I prestiti in questione, oltre a poter essere concessi solo in connessione a certi servizi di pagamento (indicati all'art. 1, comma 1, lett. b d.lgs. 11/2010), non possono avere durata superiore ai dodici mesi e per gli stessi gli IP non devono usare i fondi ricevuti dai clienti, dovendo predisporre una dotazione patrimoniale adeguata e rispettare il requisito patrimoniale per rischio di credito del 6% previsto per gli intermediari del 106 t.u.b.: Banca d'Italia (2016a), Capitolo IV, sezione I, 3, p. 60. La *ratio* di permettere agli IP di erogare finanziamenti di breve durata entro certi ristretti limiti sembra rinvenibile, da un lato, nell'obiettivo di assicurare la continuità dei pagamenti (intervendendo con prestiti o garanzie per sopperire alla mancanza di disponibilità temporanee) e, dall'altro, nella volontà di non indebolire la riserva bancaria: Giambelluca 2018, p. 1772; Capone 2011, p. 428. La concessione di prestiti non è attività coperta dal passaporto europeo degli IP: cfr. art. 18(6) PSD 2.

129 Gli IP ibridi devono mantenere un patrimonio separato destinato allo svolgimento delle attività di pagamento ed accessorie ed individuare uno o più responsabili del patrimonio stesso (artt. 114-*novies*, comma 4, e 114-*terdecies* t.u.b.). I servizi individuati come accessori dall'art. 114-*octies* t.u.b., anche non finanziari, possono essere offerti dagli IP anche quando non ibridi (Giambelluca 2018, p. 1771).

130 Gli obblighi informativi introdotti dal d.lgs. del 27 gennaio 2010, n. 11 relativi alla prestazione di servizi di pagamento si caratterizzavano per l'essere più contenuti rispetto a quelli riconducibili agli artt. 115 ss. t.u.b. (ma la normativa secondaria rinvia spesso a questi ultimi) e la disciplina ex artt. 126-*bis* t.u.b. per offrire ai clienti strumenti di tutela parzialmente inferiori (v. possibilità per le parti di disapplicare le norme a tutela del cliente salvo che fossero consumatori o microimprese, art. 126-*bis*, comma 3, t.u.b.; modificabilità unilaterale da parte dell'intermediario dei tassi di interesse e di cambio anche in senso sfavorevole ai clienti con effetto immediato e senza preavviso, salvo in presenza di consumatori o microimprese, art. 126-*sexies*, comma 3, t.u.b.). I decreti di recepimento delle Direttive *PAD* e *PSD 2* hanno ad ogni modo aumentato gli obblighi informativi, specialmente relativi ai conti di pagamento offerti ai consumatori (anche per una migliore comparabilità delle offerte, di trasferimento gratuito e celere del conto e con riferimento ai servizi collegati) e limitato il potere di modifica unilaterale sfavorevole per il cliente, in presenza di cliente-consumatore, alla presenza di un giustificato motivo.

Fra le disposizioni specifiche di trasparenza si rinvengono obblighi informativi che attengono alle spese applicabili (non certo alle caratteristiche e al profilo di rischio degli altri utenti: art. 126-*quater* t.u.b.), nonché, in considerazione del tipo di attività svolta e dei rischi specifici, obblighi puntuali in materia di continuità operativa e di sicurezza dei pagamenti (specialmente in seguito all'adozione della *PSD 2*) che mirano a garantire certezza e celerità degli stessi, nonché previsioni in materia di calcolo delle valute e di tempi di disponibilità dei fondi.

Gli IP (esclusi quelli a ridotta operatività) beneficiano del **passaporto europeo** e possono quindi operare in altri paesi aprendo succursali, in regime di libera prestazione di servizi o attraverso agenti, restando sottoposti alla vigilanza e alla normativa dell'ente del paese d'origine, salva la disciplina in materia di rapporti con i clienti del paese ospitante ed i controlli in materia di anti-riciclaggio e anti-terrorismo sempre di quest'ultimo.

Non sorprende quindi che la disciplina rivolta agli IP sia apparsa ai gestori di *lending marketplace* come una disciplina "conveniente", sottoponendoli ad un regime disciplinare relativamente "leggero" e permettendo loro di effettuare direttamente gli spostamenti di denaro tra gli utenti senza correre il rischio della violazione della riserva della raccolta del risparmio. Come si è già accennato, anche le disposizioni sulla raccolta non bancaria del risparmio della Banca d'Italia hanno ribadito, con riguardo al *social lending*, che non costituisce raccolta di risparmio fra il pubblico la ricezione di fondi da utilizzare per la prestazione di servizi di pagamento; similmente, la legge di bilancio 2018, come pure si è visto, ha indicato la forma di IP e quella degli intermediari ex art. 106 t.u.b. come idonee a consentire agevolazioni fiscali.

Sempre con riferimento al settore dei servizi di pagamento, merita aggiungere che, nel quadro delineato dalla *PSD 2*, vengono introdotti altri due nuovi *status* regolamentari potenzialmente adottabili dalle piattaforme: quello di **prestatori di servizi di disposizione di ordini di pagamento (PISP)** e quello di **prestatore di servizi di informazioni sui conti (AISP)**. I primi sono IP che si limitano a disporre, per conto dell'utente, ordini di pagamento a valere su un suo conto di pagamento detenuto presso un altro IP. I secondi, invece, si limitano a fornire informazioni consolidate relativamente a uno o più conti di pagamento detenuti dall'utente di servizi di pagamento presso altri IP. Tali soggetti sono sottoposti ad una **disciplina meno penetrante** rispetto agli IP ad operatività completa, non essendo, ad esempio, tenuti a soddisfare requisiti patrimoniali o di segregazione patrimoniale (a causa del divieto di detenere fondi dei clienti e della diversità di attività).

Una disciplina ancora più leggera si applica agli **agenti di IP**, che operano su mandato e sotto la piena responsabilità di questi per la promozione e conclusione di contratti relativi alla prestazione di servizi di pagamento. **Gli agenti di alcuni IP comunitari non sono neppure sottoposti a una vera e propria riserva di attività**, come invece avviene nel caso di agenti di IP italiani (cfr. art. 128-*quater*, comma 7, t.u.b.). Occorre notare che alcuni *lending marketplace* operanti in Italia agiscono come agenti di IP comunitario (sotto la responsabilità di quest'ultimo in quanto dotato di passaporto europeo e soggetto a *home country control*), talvolta anche approfittando di una disciplina nazionale di recepimento della *PSD* del paese di origine dell'IP preponente considerata più permissiva di quella italiana.

Nel caso in cui vi fossero piattaforme che operassero come agenti di istituti di pagamento italiani, si applicherebbe una diversa disciplina. Tali agenti svolgono, infatti, con carattere di professionalità e nei confronti del pubblico, un'attività riservata in Italia ex art. 128-*quater*, comma 6, t.u.b., e sono soggetti all'obbligo di iscrizione in un elenco speciale tenuto da un organismo privato (Organismo degli Agenti e dei Mediatori – OAM), subordinata alla sussistenza di requisiti di onorabilità e professionalità (provati dalla frequenza di un corso di formazione sui pagamenti). Tali agenti non sono vincolati, al contrario degli altri agenti in attività finanziaria, all'obbligo di oggetto esclusivo e mandato esclusivo (art. 128-*quater*, comma 6, t.u.b.; regolamento MEF del 28 dicembre 2012, n. 256). Trovano comunque applicazione le norme in materia di trasparenza nei servizi di pagamento (art. 126-*bis* ss. t.u.b.) e del titolo VI in quanto compatibile (ex art. 128-*decies* t.u.b., con particolare riferimento alla disciplina sul credito ai consumatori in caso di servizio accessorio di erogazione prestiti). Gli agenti di IP comunitari devono invece essere iscritti in un registro pubblico tenuto presso l'autorità del paese d'origine e istituire un punto di contatto centrale, ai fini del rispetto della PSD2 e della normativa anti-riciclaggio italiana (l'IP mandante dovendo invece assicurare il rispetto da parte dell'agente della disciplina dei rapporti con i clienti del paese ospitante)¹³¹.

Le piattaforme potrebbero assumere anche la forma di **Istituti di moneta elettronica (IMEL)** e tale possibilità sembra essersi di recente concretizzata anche in Italia attraverso l'operatività di una piattaforma agente di un IMEL con sede in altro paese UE¹³².

Gli IMEL sono soggetti ad una disciplina assimilabile a quella degli IP (più severa sotto certi aspetti in quanto a requisiti patrimoniali¹³³), autorizzati ad offrire servizi di pagamento e di emissione di moneta elettronica e sottratti espressamente dal rischio di violare la riserva sulla raccolta del risparmio (a certe condizioni).

Tuttavia, l'EBA ha messo in dubbio la congruità della nozione di moneta elettronica con gli attuali modelli di *lending marketplace*: infatti, al versamento di fondi da parte dei prestatori potrebbe corrispondere l'emissione di moneta elettronica da parte della piattaforma per l'essere "*prepaid and issued at par value on receipt of funds*", ma, potendo i fondi essere utilizzati solo all'interno della piattaforma, mancherebbe il carattere dell'utilizzo degli stessi per compiere operazioni di pagamento accettate da soggetti diversi da colui che ha emesso moneta elettronica¹³⁴ (EBA 2015b, p. 30).

131 La PSD 2 permette agli Stati membri di richiedere agli IP che operino *cross-border* attraverso agenti nel proprio paese di nominare un punto di contatto centrale nel territorio per assicurare un'informazione adeguata sull'osservanza della disciplina in materia di trasparenza e diritti e obblighi in relazione ai servizi di pagamento (art. 128-*decies*, comma 2-bis t.u.b.; Portolano 2018, p. 1801).

132 Cfr. § 6 e Osservatorio Crowdfunding - Politecnico di Milano (2017), p. 36.

133 Ad esempio, il capitale minimo iniziale è pari a €350.000 mentre il requisito patrimoniale a fronte dell'emissione di moneta elettronica è pari al 2% della moneta elettronica media in circolazione (Banca d'Italia 2016a).

134 In base all'art. 2(1) n. 2 Direttiva IMEL n. 2009/110/CE, per «moneta elettronica», ai sensi della Direttiva, s'intende «il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso dietro ricevimento di fondi per effettuare operazioni di pagamento ai sensi dell'articolo 4, punto 5), della direttiva 2007/64/CE e che sia accettato da persone fisiche o giuridiche diverse dall'emittente di moneta elettronica».

Valutazione della congruità della normativa anche alla luce della posizione dell'EBA

La disciplina sugli istituti di pagamento e sui servizi di pagamento (l'allora PSD, oggi sostituita dalla PSD 2) è stata già da qualche tempo ritenuta dall'EBA quella «*that is most feasibly applicable to lending-based crowdfunding covering the payments-related aspects of crowdfunding activities*» (EBA 2015b, pp. 2-3, 32-33) e anche la Commissione, nel considerare le opzioni di regolazione a livello europeo del *crowdfunding*, sembrava in un primo momento aver identificato la disciplina degli IP come base per il settore *marketplace lending* pur con opportuni adattamenti (*infra* § 11.1).

L'EBA ha comunque precisato, in primo luogo, che «*the PSD can be applicable to all types of crowdfunding when platforms engage with payment services*», rendendo perciò evidente che la normativa in questione non potrebbe trovare applicazione in caso di servizi di pagamento forniti da altro operatore (Commissione Europea 2016b, p. 25). Inoltre, l'EBA ammette che la PSD lascia "scoperti" gli aspetti "*lending-related*" del *marketplace lending*, «*leaving several risks and risk drivers [...] unlikely to be addressed*», tra cui l'assenza di requisiti in merito alla *due diligence* e verifica del merito creditizio dei richiedenti e misure di protezione in caso di *default* della piattaforma (EBA 2015b, p. 3).

Nonostante il favore espresso dall'EBA verso la qualificazione come IP dei *lending marketplace* (favore espresso, sia pure a fini fiscali, anche dalla Legge di bilancio 2018), è peraltro evidente che la prestazione di servizi di pagamento non costituisce mai l'attività principale o caratterizzante la piattaforma e può anche non essere svolta da una piattaforma che decida di appoggiarsi su un prestatore terzo di servizi di pagamento.

In ogni caso, la normativa sui servizi di pagamento – pur se applicabile, come si è accennato più sopra, non solo ad intermediari attivi esclusivamente nel settore dei pagamenti ma anche a soggetti che svolgono altre attività persino di natura non finanziaria (è il caso degli IP ibridi) – **non pare in grado di rispondere in modo adeguato alla complessità del fenomeno**, come in parte ammesso anche dalla stessa EBA, specie in considerazione dei profili di maggior rischio sopportati dagli utenti delle piattaforme con riferimento ai servizi (prevalenti, non certo accessori) offerti dalle piattaforme, non riconducibili ai servizi di pagamento e quindi non contemplati da questo set disciplinare.

Significativa (anche se in parte discutibile) appare la circostanza che il Regno Unito, sfumata con la PSD 2 la possibilità di ricorrere per le piattaforme P2P all'esenzione dei *commercial agent* (v. *supra*), abbia di recente ritenuto tali piattaforme non sottoposte, in linea di principio, alla PSD 2, poiché i servizi di pagamento sarebbero da queste offerti non come "*regular occupation or business activity*" (presupposto per l'applicazione della Direttiva ex art. 1(2)b e considerando 24 PSD 2) ma solo come servizi accessori (FCA 2017, p. 233; cfr. anche sul punto Macchiavello 2015a, p. 564).

Del resto, la disciplina degli IP è incentrata sulla tempestività e sicurezza dei trasferimenti di denaro e sulla segregazione patrimoniale ma non predispone tutele adeguate per i *crowd-investor* e i *crowd-borrower* con riferimento alle

attività *core* svolte dalle piattaforme, in termini, ad esempio, di informativa sui rischi per i primi e sulle conseguenze dell'inadempimento per i secondi.

Si deve peraltro rilevare che le piattaforme autorizzate come IP (o agenti di IP o partner di IP) non sono tenute a segnalare ai sistemi di rilevazione centralizzata dei rischi creditizi (Centrale dei rischi e SIC privati) i prestiti erogati tramite la piattaforma, con evidenti rischi connessi alla difficoltà di banche e altri finanziatori futuri di valutare correttamente merito creditizio ed attuale esposizione debitoria di richiedenti che siano anche *crowd-borrower* e relativi rischi di sovra-indebitamento.

Analoga impressione di inadeguatezza rispetto all'assunzione dello *status* regolamentare di IP da parte delle piattaforme si trae ponendo mente ai rapporti tra le distinte (e, specie nel nostro Paese, ormai numerose) discipline di trasparenza cui tali intermediari sono assoggettati. Agli IP si applicano, infatti, le norme in materia di trasparenza relativa ai servizi di pagamento con riguardo ai contratti aventi ad oggetto tali servizi e, con riferimento ai conti di pagamento ai consumatori, le relative disposizioni specifiche aggiunte di recente dalla PAD. Le limitate operazioni di erogazione di credito strettamente correlate ai servizi di pagamento che l'IP è comunque legittimato a porre in essere come servizio accessorio rimangono – in maniera anomala – assoggettate alla disciplina speciale dettata per i servizi di pagamento in aggiunta alle disposizioni in materia di credito ai consumatori in caso di cliente consumatore. E' infatti, comunque esclusa dall'art. 115, comma 3, t.u.b. l'applicabilità in via residuale (anche con riguardo ad altre attività accessorie o comunque ulteriori rispetto a quelle propriamente di pagamento svolte dalle piattaforme) della disciplina generale di trasparenza ex art. 115 t.u.b. ss., salvo espliciti rinvii nella normativa primaria o secondaria¹³⁵. Una situazione simile in termini di sovrapposizione di discipline si verifica anche, come si è visto *supra*, con riguardo agli intermediari ex art. 106 t.u.b. specificamente autorizzati a prestare servizi di pagamento, ai quali si applicheranno le regole in materia di credito al consumo e mutui residenziali con riferimento ai contratti di credito, le regole di trasparenza specifiche per i servizi di pagamento con riferimento ai servizi di pagamento prestati e le regole generali di condotta ex artt. 115 ss. in via residuale a tutti i contratti e servizi finanziari ulteriori (cfr. anche § 8).

135 L'art. 114-*undecies*, comma 1, t.u.b. individua come applicabile agli IP determinate disposizioni tra cui il titolo VI t.u.b. (che si apre appunto con gli art. 115 ss.), apparentemente contraddicendo l'esclusione di cui all'art. 115, comma 3, t.u.b.. Tuttavia, il rinvio è stato interpretato come riferito alle sole disposizioni in materia di trasparenza dei servizi di pagamento, conti di pagamento, disposizioni comuni al titolo (artt. 127-128-*ter* t.u.b.) e credito ai consumatori (Urbani 2018, p. 1804).

7.4 La prestazione dei servizi di investimento. Il *marketplace lending* come fonte di una nuova tipologia di strumento finanziario?

Marketplace lending e mercati finanziari

Il *lending marketplace*, si è visto, facilitano – senza assunzione in proprio di rischio di credito ma svolgendo un importante ruolo nella riduzione delle asimmetrie informative – il trasferimento di risorse da chi ha liquidità, e vuole impiegarla con aspettativa di rendimento, a chi è alla ricerca di finanziamenti per i propri bisogni personali o la propria attività imprenditoriale. Sul piano economico, perciò, e di questo non si può non tenere conto in un'ottica di regolazione "funzionale"¹³⁶, l'attività delle piattaforme appare più prossima al settore dei mercati finanziari/servizi di investimento piuttosto che a quello bancario in senso classico (centrato cioè sull'erogazione del credito connessa alla raccolta del risparmio oppure effettuata con fondi propri) su cui ci si è sino ad ora soffermati.

Più precisamente, a seconda dei modelli di *business* impiegati dalle singole piattaforme e delle scelte effettuate in termini di modalità di erogazione dei servizi, è possibile, di volta in volta, rinvenire nel *marketplace lending* tratti simili (quantomeno dal punto vista economico) ai servizi di: a) **gestione di mercati** (in presenza di sistemi che permettono l'incontro di plurime domande e offerte); b) **consulenza in materia di investimenti** (nel caso di raccomandazioni rivolte ai *crowd-investor*, basate sul loro profilo di "investimento" e relative a quali specifici prodotti/prestiti scegliere); c) **gestione individuale di portafogli** (in presenza della creazione di un portafoglio di crediti, su scelta discrezionale dell'intermediario, e a volte con indicazioni specifiche del cliente, coerente con il profilo di rischio del cliente medesimo); d) nell'ambito di modelli di *business* non presenti nel nostro Paese ma ben conosciuti in altri ordinamenti, **collocamento o ricezione e trasmissione di ordini** (rispettivamente in caso di accordo fra piattaforma ed emittente per la distribuzione dei suoi prodotti sul mercato primario oppure in caso di mera trasmissione di ordini di sottoscrizione dagli investitori ad altri operatori o agli emittenti).

Alcuni Paesi, specialmente gli Stati Uniti, hanno in effetti guardato al *marketplace lending* sin dal suo apparire in un'ottica di prossimità con il settore dei servizi di investimento e dei mercati finanziari: di conseguenza, come meglio si vedrà subito *infra*, si sono orientati verso le corrispondenti regole.

¹³⁶ Come si è visto supra (cfr. § 3.1), – data la diversa natura dell'intermediazione svolta dalle imprese di investimento rispetto a quella propria delle banche e il rilievo assunto dagli *agency cost* e, quindi, dai potenziali conflitti di interesse tra intermediario (più informato e specializzato) ed investitore (Costi e Enriques 2004, pp. 2 ss.; Perrone 2006, pp. 373-374; Sartori 2004; Paces 2000, pp. 481-482) – agli intermediari nel settore degli investimenti vengono imposti soprattutto rilevanti obblighi di condotta – fra cui spiccano l'obbligo di agire nel miglior interesse del cliente e vari obblighi di protezione, specie nei confronti degli investitori meno esperti –, nonché obblighi organizzativi e solo, di recente, sono stati introdotti alcuni requisiti prudenziali, con esclusivo riferimento però a servizi non meramente esecutivi. L'investitore fa infatti naturale affidamento sulle competenze e correttezza dell'intermediario (confidando nell'effetto reputazionale) non avendo spesso il tempo e le abilità per formarsi altrimenti un'opinione compiuta sull'investimento: Paces (2000), pp. 484 ss.; Chiu (2007); Burke (2009), pp. 6 ss.; Purpura (2013).

Analogo approccio non può dirsi invero sconosciuto neppure in ambito europeo, anche se, in tale contesto, come si cercherà di spiegare meglio nel prosieguo, la riconduzione dei servizi/prodotti offerti dalle piattaforme al vigente impianto regolatorio dei mercati finanziari è senz'altro più complessa rispetto all'esperienza nord-americana. Al di là, infatti, del dubbio di fondo sull'opportunità di applicare le normative esistenti ad un fenomeno nuovo per il quale le medesime potrebbero rivelarsi incongrue in ragione delle già evidenziate differenze organizzative e strutturali fra intermediari tradizionali e piattaforme (che, per un verso, rendono più sfuggenti i tratti distintivi fra categorie consolidate - *in primis*, fra intermediari e gestori di mercati - e, per un altro, potenzialmente consentono la configurazione di nuovi prodotti, mercati e relativi rischi), si incontrano criticità specifiche del quadro regolatorio del Vecchio Continente. In Europa, infatti, le discipline in materia di servizi di investimento e mercati finanziari sono costruite sulla base di fattispecie i cui requisiti costitutivi si fatica a rinvenire con riguardo al *marketplace lending*. In particolare, come si vedrà *infra*, per l'applicabilità di alcune discipline è necessario essere in presenza di determinati "prodotti di investimento" (strumenti finanziari in ambito *MiFID* e prodotti finanziari per altre discipline fra cui, in Italia, quella del prospetto) nonché superare determinate soglie dimensionali (relative all'ammontare del corrispettivo dell'offerta ai fini dell'obbligo di prospetto). E, con specifico riguardo al primo dei due appena menzionati profili, il tema della qualificazione della posizione giuridica attribuita ai *crowd-investor* assume rilievo cruciale: sia perché i prodotti offerti dalle piattaforme non sono *de plano* riconducibili alle tipologie di *asset class* esistenti, ma anche, e soprattutto, perché una loro configurazione in termini di nuova *asset class* suppone risolti alcuni snodi - comuni peraltro anche ad altre aree del *FinTech* - ad oggi particolarmente problematici (cfr. §§ 3.3 e 12).

L'esperienza degli Stati Uniti e l'utilizzo della nozione di securities

Come si è appena accennato, negli Stati Uniti sin dall'esordio dei *lending marketplace* si è guardato ad essi, in ragione del tipo di servizi/prodotti offerti ai *crowd-investor*, nella prospettiva dei mercati finanziari e dei servizi di investimento. Più in dettaglio, la *SEC* (*Securities and Exchange Commission*) ha qualificato come *securities* i prestiti online che transitano dalle piattaforme e, nello specifico, come *notes*, data la sussistenza di un'offerta al pubblico, dell'aspettativa di un ritorno economico da parte di chi mette il denaro a disposizione, dipendente dagli sforzi di altri profusi nell'interesse dei primi, e data l'assenza di altre tutele attivabili dall'investitore¹³⁷.

In particolare, i contratti offerti dalle piattaforme sarebbero qualificabili come "*investment contracts*" e *securities* in presenza dei seguenti fattori: il denaro proveniente dal pubblico viene riunito e

137 Cfr. *In re Prosper Marketplace, Inc.*, Securities Act Release No. 8984, SEC LEXIS 279124 (November 2008), <http://www.sec.gov/litigation/admin/2008/33-8984.pdf> (che riscontra nei prestiti P2P le condizioni stabilite per la qualificazione come *investment contracts* e come *notes* dalle decisioni *SEC v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946) e *Reves v. Ernst & Young*, 494 U.S. 56 (1990)). Cfr. anche Bradford (2012), pp. 34 ss.; MacLeod Heminway e Hoffman (2011), pp. 885 ss.; Chaffee e Rapp 2011, pp. 514 ss.; Slattery 2013, pp. 252 ss.; Macchiavello (2015), pp. 558 ss.

gestito insieme, essendo il risultato economico collegato all'andamento dell'operazione complessiva ("common enterprise"); il rendimento dipende in prevalenza dagli sforzi profusi da un soggetto diverso da chi fornisce il denaro ("profits predominantly from efforts of others"); infine, vi è un' aspettativa di profitto (*expectation of profits*). Con particolare riferimento alle *notes*, queste si presumono *securities* non essendo riconducibili alle *notes* espressamente esenti ("*resemblance test*") sulla base dei seguenti elementi: motivazione delle parti (l'investitore/prestatore non è un finanziatore professionale ma un soggetto interessato ad un rendimento economico mentre il ricevente ha l'obiettivo di raccogliere fondi per finanziare la propria attività economica), il piano di distribuzione (ad esempio, la presenza di un mercato per lo scambio o la semplice offerta ad un ampio segmento del pubblico fa propendere per una *note-security*), le ragionevoli aspettative degli investitori di trovarsi di fronte ad un investimento e, infine, l'assenza di altre discipline di protezione degli investitori applicabili differenti dalla applicazione delle *securities regulation*:

Tale qualificazione è senz'altro correlata – anche se non in modo esclusivo – al particolare *business model* adottato dalle principali piattaforme statunitensi (Prosper e LendingClub) che vede una banca (*funding bank*) erogare il finanziamento¹³⁸ a ciascun *crowd-borrower* trattenendo una commissione (*origination fee*) che in parte viene "girata" alla piattaforma come *transaction fee*. La piattaforma subentra poi in ciascun prestito erogato dalla banca utilizzando come denaro i fondi ricevuti dai *crowd-investor* e depositati a tal fine in un conto separato aperto presso la stessa o un'altra banca (*deposit bank*). Al contempo, la piattaforma emette a favore dei *crowd-investor notes* che danno diritto ad un rendimento dipendente dall'ammontare della partecipazione al singolo prestito e dal tasso di restituzione dello stesso, dedotta una commissione per il servizio di gestione dei prestiti (*servicing fee*). Si tratta di titoli "*non-recourse*", nel senso che la piattaforma non risponde dell'inadempimento del debitore, per cui il rischio di credito grava interamente sui *crowd-investor* (cfr. § 4.1) (Kirby e Worner 2014, p. 18; Chaffee e Rapp 2011, pp. 493-494; G.A.O. 2011, p. 13; Manbeck et al. 2018, pp. 26-27; Macchiavello 2015a, pp. 558-559).

Nell'ambito di questo modello, le piattaforme vengono qualificate come *issuer* (emittenti) delle *notes*, con conseguente applicazione del *Securities Act* del 1933 da cui discende l'obbligo di *registration* di tali *securities* presso l'Autorità attraverso un procedimento lungo e costoso, nonché l'obbligo di predisposizione di un documento informativo (simile al prospetto), salvo eventuali esenzioni basate sulla natura privata (riservata cioè ad *accredited investor*, cioè investitori istituzionali e *HNWI*; *rule 506 of Regulation D*) o ristretta (entro \$5 milioni in dodici mesi; *Regulation A*) dell'offerta. Vengono poi in gioco anche alcune normative statali ("*Blue Sky Laws*"), sulla cui base gli emittenti devono registrare le *securities* nei singoli Stati e rispettare le diverse normative (salvo che non si tratti di offerte private), con evidenti difficoltà nell'operatività *cross-border*. Inoltre, in quanto emittenti di *registered securities*, le piattaforme sono anche tenute ad effettuare comunicazioni periodiche alla *SEC* in base al *Securities Exchange Act* del 1934. Ai sensi invece

¹³⁸ L'utilizzo di una *funding bank* è preferito rispetto al prestito diretto in quanto permette di superare la necessità dell'ottenimento di diverse autorizzazioni, a livello di singoli Stati, per l'erogazione di prestiti e delle diverse normative statali in materia di usura (applicabili solo ai prestiti ai consumatori): Manbeck et al. 2018, pp. 65 ss.

dell'*Investment Company Act* del 1940, per offrire *securities* al pubblico le piattaforme dovrebbero ottenere un'autorizzazione come "*investment companies*", salvo, secondo parte degli interpreti, nel caso in cui tale attività non rappresenti l'attività principale o sussistano altre esenzioni.

Va segnalato, peraltro, che anche negli Stati Uniti il quadro regolatorio del *marketplace lending* è reso, nell'insieme, abbastanza complicato dalla presenza sia di più di una definizione di *securities* nell'ambito delle varie normative vigenti (*Securities Exchange Act*, *Investment Companies Act*, *Investment Adviser Act*, ecc.), sia di numerosi modelli di *business* impiegati dalle piattaforme che, secondo la SEC, possono condurre a differenti qualificazioni dell'operazione. Ad esempio, qualora le piattaforme anziché emettere *notes* cedano agli utenti crediti (per l'intero ammontare o frazioni di esso) erogati dalla *funding bank*, le piattaforme medesime potrebbero essere configurate, sulla base dell'*Investment Company Act* del 1940, alla stregua di *broker* o *investment companies*, in quanto tali tenute ad acquisire le relative autorizzazioni ed a rispettare le normative corrispondenti (Bradford 2012, pp. 51 ss.; Smith 2009; Lee Hazen 2012; Manbeck et al. 2018, pp. 45 ss.). Con particolare riferimento ai crediti al consumo "finanziati" da investitori *retail*, la SEC ha precisato poi che questi non sono considerati di per sé *securities* ma ben potrebbero essere abbinati ad un contratto di investimento e, per questa via, essere proposti alla stregua di un prodotto finanziario "confezionato" dalla piattaforma. In questa prospettiva, si è ritenuto di poter configurare un contratto di investimento, ad esempio qualora la piattaforma offra al *crowd-investor* i servizi di gestione dei rapporti derivanti dal finanziamento e del *cash flow* da esso derivante, il servizio di *credit scoring*, l'impegno a mantenere un mercato secondario e/o a raggiungere un certo numero di partecipanti per rendere possibile lo schema di investimento) (Manbeck et al. 2018, pp. 29 e 43-44).

Anche oltre oceano taluni hanno peraltro fatto notare come, in linea di principio, potrebbero anche essere considerati emittenti coloro che ricevono il finanziamento; di conseguenza, le piattaforme assumerebbero la veste di collocatori, con applicazione delle relative discipline (MacLeod Heminway e Hoffman 2011, pp. 924 ss.).

Altri *business model* prevedono, inoltre, la costituzione di fondi di credito o la configurazione di cartolarizzazioni (in quest'ultimo caso con necessario coinvolgimento di una *SPV* che emetterà titoli con valore dipendente dall'andamento di un sottostante *pool* di crediti), anche al fine di ridurre l'esposizione degli investitori al rischio di fallimento della piattaforma pur in presenza di regolare pagamento dei *crowd-borrower*. Le appena citate operazioni sono ovviamente assoggettate alle relative discipline e potrebbero determinare l'applicazione alle piattaforme della normativa sui *broker/dealer* e sui consulenti in materia di investimento (*Investment Advisers Act* del 1940) quando le medesime facilitino la sottoscrizione di quote del fondo da parte degli investitori (Manbeck et al. 2018, pp. 45 ss. e 107-111)¹³⁹.

139 Finora, la SEC non ha ritenuto che la semplice pubblicazione di *rating* assegnati dalla piattaforma insieme alla retribuzione di tale servizio possa far qualificare la piattaforma come consulente in materia di investimenti (il cui

Va segnalato, infine, che di recente gli Stati Uniti hanno alleggerito in modo sensibile la disciplina applicabile ai *lending marketplace* e agli *investment marketplace*, introducendo a livello federale un'esenzione dall'obbligo di registrazione delle *securities* (con effetti anche a livello statale: "*preemption*") e dai relativi obblighi per emittenti e piattaforme in presenza di certi requisiti¹⁴⁰.

Marketplace lending e strumenti finanziari in Europa.

Benché la riconduzione dei *lending marketplace* all'area dei mercati finanziari e dei servizi di investimento abbia trovato il suo ambiente naturale negli Stati Uniti, essa non può dirsi tuttavia sconosciuta in Europa e neppure in Italia (v. *infra*), ove però, come già si è accennato *supra*, occorre fare i conti con discipline costruite sulla base di fattispecie i cui requisiti costitutivi non è sempre facile ritrovare nell'ambito del fenomeno qui in esame.

Infatti, la nozione statunitense di *securities* appare particolarmente ampia e più avvicinata alla nozione italiana di "prodotti finanziari", vale a dire "strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria" (art. 1, comma 1, lett. u) t.u.f.) e, quindi, qualunque forma di raccolta del risparmio comportante l'impiego di capitali con attesa di rendimento correlata al rischio sottostante (su cui v. *infra*).

Tuttavia, le principali normative europee in materia di investimenti, che fissano riserve di attività oltre che regole di trasparenza a tutela dei clienti, si fondano sulla nozione di **strumento finanziario**, cioè un prodotto di investimento che presenta caratteristiche (*in primis*, la negoziabilità) tali da richiedere maggiori presidi a tutela degli investitori.

tratto caratterizzante è il dare consigli sul valore o sull'opportunità di operazioni su *securities* o per l'emissione di report e analisi nell'ambito della sua attività economica, insieme alla percezione di una remunerazione per questo): Manbeck et al. (2018), p. 48; Bradford (2012), pp. 67 ss.

140 La nuova normativa -introdotta con il *JOBS Act* del 2012 e *Regulation A+* e *Crowdfunding rules* della SEC del 2016 - non è stata accolta unanimemente con favore. Essa ha introdotto un'esenzione dall'obbligo generale di registrazione delle *securities* (essendo sottoposto ad una disciplina *ad hoc* basata sul procedimento di *shelf registration*) per gli emittenti qualificabili come "*emerging growth companies*" di nazionalità statunitense. L'applicazione della disciplina è subordinata, però, al ricorrere di diverse condizioni che ne restringono significativamente il perimetro operativo: è previsto un limite massimo per emittente all'importo ottenibile attraverso l'offerta (\$1 milione ma \$2 milioni in presenza di bilanci oggetto di revisione contabile) e limiti massimi di investimento per gli utenti-finanziatori (con soglie diverse a seconda del reddito: l'importo maggiore tra \$2.000 e il 5% del reddito annuale o patrimonio, se questi ultimi non superano i \$100.000; 10% del reddito annuo o patrimonio, se entrambi sono uguali o superiori a \$100.000; in ogni caso, nell'arco di un anno lo stesso investitore non può investire più di \$100.000). L'esenzione invece introdotta dalla *Regulation A+* con riferimento alle offerte entro i \$20 milioni o \$50 milioni parrebbe applicarsi solo in caso di *equity*. La normativa in questione ha anche introdotto la figura del "*funding portal*", il quale viene esentato dalla disciplina sugli *investment broker* e dalla discipline statali applicabili (quando di nazionalità statunitense) ma è fortemente limitato nel tipo di attività svolgibile (oggetto esclusivo di gestione del portale e divieto di svolgere servizio di consulenza, promozione/collocamento, sollecitazione all'acquisto, vendita, offerta di acquistare *securities*, detenzione di denaro dei clienti, remunerazioni basate sul numero e valore delle transazioni, ecc.) e sottoposto a particolari obblighi di trasparenza, educazione finanziaria, diligenza, privacy, conflitti di interesse e di adottare misure anti-frode. (Brook Knight 2016; Gibson et al. 2016; Manbeck et al. 2018, pp. 30 ss.).

Il più significativo blocco disciplinare applicabile ai soli servizi di investimento relativi a strumenti finanziari è senz'altro la Direttiva *MIFID*, oggi trasfusa nella Direttiva *MiFID II* n. 2014/65/EU (cfr. artt. 1(1) e 4(1) nn. 1 e 2). Anche la *Direttiva Prospetto* (Direttiva 2003/71/CE, di recente sostituita dal Regolamento UE n. 2017/1129 del 14 giugno 2017, si incardina sulla nozione di valori mobiliari (*transferable securities*, una categoria di strumenti finanziari), consentendo però, in sede di recepimento, di estendere il perimetro applicativo anche all'offerta al pubblico di prodotti finanziari (come avvenuto in alcuni Stati membri fra cui l'Italia: v. *infra*)¹⁴¹.

Com'è noto, nelle suddette normative comunitarie non si rinviene una definizione giuridica di strumenti finanziari: nella *MiFID* è contenuto solo un elenco in allegato che i singoli Stati membri hanno interpretato, a seconda dei casi, come aperto o chiuso e che è stato comunque recepito in maniera differente da paese a paese (cfr. recentemente, ESMA 2019). Il nostro t.u.f., similmente, definisce gli strumenti finanziari come «qualsiasi strumento riportato nella Sezione C dell'Allegato I» (art. 1, comma 2, t.u.f.): elenco in cui si rinvencono, fra le varie voci, i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, le quote di OICR, le quote di emissione e gli strumenti derivati¹⁴².

141 Altre normative comunitarie applicabili solo in presenza di strumenti finanziari (anche se più in ambito di mercati secondari, non primario) sono: *Transparency Directive* n. 2013/50; *Market Abuse Directive* n. 57/2014; *Short Selling Regulation* n. 236/2012; *Central Securities Depositories Regulation* n. 909/2014; *Settlement Finality Directive* n. 98/26.

142 Più in dettaglio, nella sezione C dell'allegato I al t.u.f. (che riprende la sezione C dell'allegato I alla *MiFID II*) figurano tra gli strumenti finanziari: 1) valori mobiliari (cioè, ai sensi dell'art. 1, comma 1-ter t.u.f., azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e ricevute di deposito azionario; obbligazioni e altri titoli di debito, comprese le ricevute di deposito relative a tali titoli; qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere i valori mobiliari sopra indicati o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure; cfr. anche art. 4(1), n. 44 *MiFID II*); 2) strumenti del mercato monetario; 3) quote di un organismo di investimento collettivo; 4) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissione o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; 5) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward»), e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in contanti a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto; 6) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap» ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica; 7) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») e altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possono essere eseguiti in modi diversi da quelli indicati al numero 6, che non hanno scopi commerciali, e aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati; 8) strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito; 9) contratti finanziari differenziali; 10) contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione avviene attraverso il pagamento di differenziali in contanti o può avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti, con esclusione dei casi in cui tale facoltà consegue a inadempimento o ad altro evento che determina la risoluzione del contratto, nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti indicati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione; 11) quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni). Tale ultima categoria è stata aggiunta al novero degli strumenti finanziari dalla *MiFID II*.

Gli interpreti italiani considerano tale elenco come chiuso, ma estensibile, per stessa disposizione del t.u.f., attraverso decreto ministeriale (Costi e Enriques 2004, p. 38; Annunziata 2017, p. 95). Al di là però di una posizione minoritaria che ritiene l'elenco degli strumenti finanziari tassativo (Righini 2012), la maggior parte degli autori ritiene possibile l'estensione della nozione di strumenti finanziari a nuovi strumenti non specificati nell'elenco, date le ampie espressioni utilizzate per identificare le singole sottocategorie (Lener 1997, pp. 339-340; Costi e Enriques 2004, p. 38; Fratini 2012; Annunziata 2017, pp. 94-95, 97; Onza e Salamone 2009).

Ad esempio, i **valori mobiliari** sono definiti (art. 1, comma 1-*bis*, t.u.f.) come categorie di valori che possono essere negoziati sul mercato di capitali ed identificati, in via esemplificativa, non solo con le azioni e obbligazioni ma anche con gli altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di certificati di deposito azionario, titolo di debito e qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o vendere i precedenti o è un derivato avente come valore di riferimento i precedenti. Di conseguenza, nuovi prodotti potrebbero essere considerati strumenti finanziari qualora risultino assimilabili a quelli specificatamente indicati.

Il tratto distintivo degli strumenti finanziari è stato identificato, proprio a partire dalle espressioni utilizzate per i valori mobiliari, nella **negoziabilità**, con questa intendendosi la **trasferibilità** e la **capacità di essere oggetto di transazioni** (anche non su mercati regolamentati o assimilabili) (Annunziata 2017, pp. 97-98; Costi e Enriques 2004, pp. 1-2 e 39 ss.; Gaffuri 2010, pp. 9 ss.)¹⁴³. Alcuni autori sottolineano inoltre che, per essere oggetto di transazioni non private e di massa, sia anche necessario un certo livello di **standardizzazione e fungibilità**, così da agevolare lo scambio e permettere l'incontro semplificato di domanda e offerta¹⁴⁴, oltre che l'identificazione di classi (di titoli aventi lo stesso taglio e attributivi dei medesimi diritti)¹⁴⁵. Ad ogni modo, resta dibattuta la sufficienza, perché si possa parlare di strumento finanziario, della semplice negoziabilità di un prodotto, sostenendo taluni la necessità che il medesimo presenti **anche altre caratteristiche assimilabili agli strumenti elencati dalla legge nelle diverse categorie** (come ad esempio strumenti ibridi o partecipativi, simili sotto certi aspetti ad azioni o obbligazioni)¹⁴⁶.

A livello di istituzioni comunitarie, parrebbe prevalere l'interpretazione ampia, ritenendosi centrale la negoziabilità, consistente nell'attitudine dello strumento ad essere oggetto di transazioni sul mercato dei capitali, anche in considerazione delle limitazioni legali e statutarie alla circolazione (Moloney 2010, p. 202; Castellano 2012). La Commissione UE ha individuato la sussistenza di un mercato di capitali in tutti in casi in cui s'incontrano interesse a vendere ed interesse ad acquistare (Commissione Europea 2007). Ad ogni modo, si ripete, l'ampiezza e vaghezza di queste espressioni e criteri ha permesso agli Stati membri dell'Unione Europea di adottare interpretazioni molto differenti,

143 Cfr. anche Comunicazioni Consob del 28 gennaio 1999 n. 99006197 e del 16 marzo 1999 n. 99018236.

144 Cfr. Chionna (2011); Fratini (2012); Costi e Enriques (2004), p. 40.

145 Cfr. Hacker e Thomale; CESR, Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, CESR/05-290b, BOX 25, p. 84; Mastropaolo (2009). Tale caratteristica è certamente tipica dei valori mobiliari ("titoli di massa") ma potrebbe non ritrovarsi in altri strumenti finanziari quali contratti derivati.

146 Cfr. Hacker e Thomale (2018), pp. 24 ss.

con la conseguenza che prodotti simili risultano oggi qualificati diversamente nell'ambito dei vari Paesi membri¹⁴⁷.

La centralità della nozione di strumento finanziario al fine dell'applicazione delle normative europee in materia finanziaria emerge non solo con riferimento al *marketplace lending*, ma anche in molti altri segmenti del *FinTech*, quali, ad esempio, *invoice trading* o i *crypto-asset* offerti nelle *Initial Coin Offerings (ICOs)*¹⁴⁸. In ognuno di tali contesti, infatti, la tecnologia ha permesso la circolazione di posizioni contrattuali e diritti prima "statici", rendendo più frequente e comune il carattere della trasferibilità e divenendo così decisivo stabilire la necessità o meno, al fine dell'applicazione di normative comunitarie, anche di un certo grado di standardizzazione e/o dell'assimilabilità delle nuove posizioni agli strumenti finanziari contenuti espressamente nell'elenco allegato alla MiFID. L'ESMA, nel contesto di un recente intervento sui *crypto-asset*, ha espressamente messo in luce i limiti derivanti dalla mancanza di una nozione europea di strumento finanziario e la necessità di introdurre maggior armonizzazione nel settore o comunque una normativa *ad hoc* per tutelare gli investitori in *crypto-asset* (ESMA 2019).

Ritornando al *marketplace lending*, il contratto tra *crowd-investor* e *crowd-borrower* o il contratto tra *crowd-investor* e piattaforma che prevede l'investimento in un portafoglio diversificato di prestiti non sembrano *de plano* rientrare tra gli strumenti finanziari elencati nella Direttiva *MiFID*. Solo il primo, in caso di *crowd-borrower* impresa, potrebbe richiamare alla mente le **obbligazioni o i titoli di debito e cambiali finanziarie, differenziandosene però per l'assenza di equiparabile standardizzazione** (essendo identificabile per ogni offerta il "target" finale ma non necessariamente le stesse condizioni di prezzo o maturità e medesimo valore unitario), **astrattezza, regole di circolazione nonché tipologia di diritti attribuiti ai sottoscrittori**.

147 Per una più approfondita discussione in merito alle definizioni di strumento finanziario e prodotto finanziario con specifico riferimento ai prodotti offerti dalle piattaforme di *financial-return crowdfunding*, cfr. anche Macchiavello (2015a); Macchiavello (2015b); Macchiavello (2016), pp. 305 ss.; Macchiavello (2017), pp. 689 ss.; Ferrarini e Macchiavello (2017), pp. 669 ss.; Macchiavello (2018a), pp. 83 ss.

148 Si discute ormai da anni sulle possibili qualificazioni del bitcoin e delle altre valute virtuali. Con riferimento alla qualificazione come strumento finanziario, sussistono difficoltà legate al sistema decentrato di produzione e quindi all'assenza di un soggetto qualificabile come emittente e alle differenze significative esistenti rispetto alle categorie più diffuse di strumenti finanziari. In Germania, la BaFin ha qualificato il Bitcoin come strumento finanziario, in particolare come "*units of account*" - categoria inclusa tra gli strumenti finanziari solo in Germania (non dal diritto europeo) - e ai sensi della sola legge bancaria ma è stata contraddetta da una sentenza della Corte d'appello di Berlino (25 settembre 2018). In Italia, il Tribunale di Verona, in una sentenza per la verità criticabile per mancanza di adeguata motivazione sul punto, si è riferita al bitcoin come ad uno "strumento finanziario" ma al solo fine di applicare la disciplina in materia di promozione a distanza di servizi finanziari a consumatori (ai sensi del codice del Consumo) al servizio di conversione bitcoin-euro in vista di un'operazione di *crowdfunding*: Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195, www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/tribunale_di_verona_24_gennaio_2017_n_195.pdf e in Banca, borsa e tit. cred. 2017, 4, 471. Invece, i token con certe caratteristiche emessi nell'ambito di *ICOs* ed i derivati su cripto-valute tendono ad essere considerati strumenti finanziari da molti Stati membri. In Italia i *token* delle *ICOs* sono stati finora qualificati solo come prodotti finanziari. La Consob ha recentemente qualificato i *token* come prodotti finanziari e conseguentemente bloccato un'*ICO* in quanto effettuata senza il rispetto della normativa in materia di prospetto e offerta al pubblico di prodotti finanziari (che appunto in Italia è estesa anche ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari): cfr. Delibera Consob n. 20660 del 31 ottobre 2018. Sul tema cfr. i recenti ESMA 2019 (in particolare, pp. 5 e 19 ss.) e Consob 2019a.

Nel contesto della presente indagine, è necessario quindi chiedersi se le posizioni contrattuali generate dalla piattaforma presentano il carattere della negoziabilità e se tale tratto è sufficiente al fine della loro qualificazione come strumenti finanziari o se occorre invece che tali posizioni presentino altre caratteristiche che li rendano assimilabili agli strumenti finanziari in elenco. La sola digitalizzazione del contratto tra *crowd-borrower* e *crowd-investor* - che rende possibile la circolazione dello stesso in maniera fino a qualche tempo fa inimmaginabile - non sembra di per sé sufficiente a far ritenere tali "prodotti" liberamente negoziabili. In favore della qualificazione degli stessi alla stregua di strumenti finanziari, potrebbe invece essere adottata la **sempre più frequente trasferibilità delle posizioni giuridiche di cui sono titolari i *crowd-investor***, grazie alla diffusione di forme di "mercati secondari" organizzati dalle medesime piattaforme (con riferimento alle piattaforme *consumer-based*: cfr. §§ 4.1.9 e 6.9)¹⁴⁹. Tale riconduzione è pacifica in Olanda dove, in presenza di prestiti negoziabili, si è affermata l'applicabilità della *MiFID* ai prodotti di *marketplace lending*, la riconducibilità dell'attività della piattaforma al servizio di ricezione e trasmissione di ordini avente ad oggetto strumenti finanziari e la conseguente necessità per la piattaforma medesima di essere autorizzata come impresa di investimento (Hakvoort 2016, p. 4).

Seguendo questa impostazione, persisterebbero comunque alcune difficoltà logico-giuridiche: non è infatti chiaro se l'ipotetico strumento finanziario sia da rinvenirsi nel singolo contratto di "credito" (che diverrebbe un titolo di debito) e l'emittente sia il corrispondente prenditore (solo se impresa persona giuridica)¹⁵⁰ oppure nel contratto confezionato dalla piattaforma (consistente, nel caso di abbinamento automatico e basato sulla diversificazione che è tipico dei *lending marketplace consumer-based*), nell'investimento in una combinazione di più prestiti - portafoglio o contratto di investimento derivato).

La disciplina MiFID e la riserva di attività concernente i servizi di investimento

Qualora si ritenga di poter qualificare alla stregua di strumenti finanziari le posizioni contrattuali generate dai *lending marketplace*, ai fini dell'applicazione ai medesimi della disciplina *MiFID* è necessario compiere un passaggio ulteriore: occorre verificare, infatti, se i *business model* adottati dalle piattaforme siano riconducibili ai tratti distintivi di qualche **servizio di investimento** individuato dall'art. 1, comma 5, t.u.f.

149 Peraltro, anche in assenza di mercati secondari, il livello di illiquidità dei prestiti non è poi molto dissimile da quello dei titoli rappresentativi di capitale di rischio di *start-up* (titoli rischiosi, non remunerativi nei primi anni e di fatto non negoziati in mercati) per cui la linea di confine tra i prodotti finanziari e gli strumenti finanziari risulta sempre più sfumata non solo sul piano fattuale ma anche a livello giuridico.

150 Cfr. l'art. 1, comma 1, lett. h) del previgente t.u.f. (la lettera è stata abrogata dal d.lgs. n. 129 del 3 agosto 2017), in base al quale "emittente" era da intendersi «una persona giuridica che emetta o si proponga di emettere strumenti finanziari» (corsivo aggiunto), per cui una persona fisica non potrebbe essere un emittente. Una definizione simile di emittente come persona giuridica si ritrovava anche nella Direttiva Prospetto (art. 2(1) lett. h) e ora Regolamento Prospetto (art. 2(1) lett. h). In altri paesi, invece (ad esempio, Regno Unito e Stati Uniti), possono essere emittenti anche persone fisiche: cfr. Macchiavello (2018a).

Il modello base, che si limita a facilitare l'incrocio di un bisogno di finanziamento con il bisogno di investire risorse finanziarie in *surplus*, richiama il funzionamento di un mercato, specialmente in presenza di sistemi di asta per la fissazione delle condizioni del prestito (Davis e Murphy 2016). In conseguenza, il servizio prestato dalla piattaforma – che fissa le condizioni di accesso, le informazioni da fornire e le modalità di incontro di domanda e offerta – potrebbe essere accostato al servizio di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione¹⁵¹ o di un sistema organizzato di negoziazione (*OTF*)¹⁵². Il servizio reso dalla piattaforma sembrerebbe però distinguersi da questi ultimi – come rimarcato dall'*ESMA* con riferimento all'*investment-based crowdfunding* (*ESMA* 2014, p. 18) – sia per la mancanza del carattere della multilateralità con riferimento al medesimo prodotto (essendoci molteplici compratori ma un solo emittente), sia per il collocarsi del medesimo nell'ambito di prime emissioni (mercato primario) invece che di successive negoziazioni. La prassi e le interpretazioni più recenti sembrano rendere tali obiezioni superabili¹⁵³, ma, ad ogni modo e perlomeno nell'ambito dell'*investment-based crowdfunding*, ad oggi sono apparsi più facilmente configurabili i servizi di ricezione e trasmissione di ordini (anche nella forma di mediazione, servizio visto come residuale in presenza di scambi anche organizzati non riconducibili a mercati, SMN o *OTF*: Pace 2016)¹⁵⁴ o di esecuzione di ordini (ad esempio, quando la piattaforma concluda l'operazione per conto del *crowd-investor*)¹⁵⁵.

151 In base all'art. 1, comma 5-*octies* lett. a), per "sistema multilaterale di negoziazione": s'intende un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III» (cioè di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione che consentono o facilitano l'incontro, al suo interno e in base alle sue regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi).

152 Per "sistema organizzato di negoziazione" s'intende «un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III» (art. 1, comma 5-*octies*, lett. b, t.u.f.). Quest'ultimo è una nuova sede di negoziazione introdotta da *MiFID II* limitatamente a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissione e strumenti derivati; che si caratterizza per la possibilità di adottare regole discrezionali di negoziazione ed ammettere anche investitori non professionali.

153 Come si è visto, l'art. 1, comma 5-*octies* t.u.f. si riferisce, sia in caso di sistemi multilaterali di negoziazione che di sistemi organizzati di negoziazione, ad «un sistema che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita», non di sottoscrizione. Tuttavia, è la stessa Consob a suggerire l'utilizzo di SMN per l'auto-collocamento (cfr. Comunicazione Consob n. 0092492 del 18 ottobre 2016 "Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale") ed il regolamento di Borsa italiana ammette anche operazioni relative a prime emissioni: cfr. Moloney 2016, p. 463; Pace 2016.

154 Tale servizio non trova una definizione all'interno della *MiFID* ma il vigente art. 1, comma 5-*sexies* t.u.f. precisa che lo stesso «comprende la ricezione e la trasmissione di ordini nonché l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione)». La dottrina italiana riteneva tale servizio limitato al mercato secondario e alla trasmissione degli ordini di investitori ad altri intermediari, non direttamente all'emittente (Gaffuri 2010, p. 22; Maggiolo 2012, p. 250). L'*ESMA* ritiene che il tipico servizio delle piattaforme di *investment-based crowdfunding* sia riconducibile al servizio di ricezione e trasmissione di ordini: *ESMA* 2014, pp. 4-5, 16.

155 In base all'art. 1, comma 5-*septies*.1, « Per "esecuzione di ordini per conto dei clienti" si intende la conclusione di accordi di acquisto o di vendita di uno o più strumenti finanziari per conto dei clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione o la compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione» (essendosi espressamente esteso con la *MiFID II* tale servizio al mercato primario al fine di far rientrare le operazioni di *self-placement* nell'ambito di applicazione della Direttiva).

Qualora poi il ruolo della piattaforma si configurasse in concreto in modo tale da suggerire la presenza di un accordo di distribuzione tra i *crowd-borrower* e la medesima (in ragione, ad esempio, dell'effettuazione di un primo *pricing* e di un atteggiamento pro-attivo nel far conoscere i singoli strumenti ai *crowd-investor*), si potrebbe rinvenire il servizio di collocamento (senza garanzia) ex art. 1, comma 5, lett. c-*bis* t.u.f.¹⁵⁶.

In presenza, invece, di meccanismi automatici di diversificazione che allocano i fondi – senza alcuna autonomia di scelta da parte dei *crowd-investor* (o comunque con margini decisionali assai ridotti) – su molteplici richieste di finanziamento, in base, per un verso, al profilo di rischio e alle preferenze dichiarate dai medesimi e, per un altro, al merito creditizio e, più in generale, al profilo dei *crowd-borrower* (esito del processo di *credit scoring* svolto dalla piattaforma), i servizi resi della piattaforma appaiono più prossimi, a livello funzionale, ai servizi di gestione individuale di portafogli¹⁵⁷ o di consulenza in materia di investimenti¹⁵⁸. Tuttavia, la gestione individuale è tradizionalmente caratterizzata da discrezionalità, individualizzazione e potere decisorio del gestore, aspetti la cui sussistenza potrebbe in linea teorica contestarsi con riferimento a piattaforme che impiegano algoritmi – e non persone fisiche incaricate – per procedere all'abbinamento, quantunque oggi, anche nelle forme tradizionali di gestione, l'individualizzazione si sia ridotta a linee di investimento prestabilite dal gestore per categorie di rischio (Annunziata 2017, p. 112)¹⁵⁹. In modo similare, per quanto riguarda il servizio di consulenza, i caratteri della personalizzazione (cioè la presentazione del consiglio come adatto per il cliente o basato sulle considerazioni delle caratteristiche sue proprie) e della determinatezza (raccomandazione riferita ad un particolare strumento finanziario) potrebbero essere non sempre riscontrabili nella mera presenza di *ranking* dei richiedenti elaborati dalla piattaforma e nell'abbinamento algoritmico basato su preferenze espresse o informazioni fornite dai *crowd-investor* in sede di registrazione, anche se la tendenza a riscontrare il servizio di consulenza sulla base della percezione del cliente-medio

156 Il servizio di collocamento non viene definito né dalla Direttiva né dal t.u.f. ma alcune giurisdizioni (v. Francia, Italia e Belgio) identificano come caratterizzante il servizio la presenza di un accordo di distribuzione e promozione tra emittente ed intermediario e la remunerazione della relativa attività. Le autorità finanziarie francesi (*AMF* e *ACPR*) hanno in passato raccomandato alle piattaforme, per evitare la qualificazione dell'attività come collocamento, di non ricercare attivamente nuovi sottoscrittori con riferimento a specifiche offerte, anche attraverso semplici descrizioni dettagliate dei progetti su una pagina pubblica liberamente accessibile del sito internet, né di stringere accordi in tal senso con gli emittenti: *ACPR* e *AMF* (2014).

157 Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*quinquies*, t.u.f. «Per "gestione di portafogli" si intende la gestione, su base discrezionale e individualizzata, di portafogli di investimento che includono uno o più strumenti finanziari e nell'ambito di un mandato conferito dai clienti».

158 Ai sensi dell'art. 1, comma 5-*septies* t.u.f., «per "consulenza in materia di investimenti" si intende la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari». L'attuale definizione (nella versione adottata a seguito del recepimento della *MiFID II*) sembra aver perso il requisito della determinatezza ma gli interpreti sono unanimi nel ritenerlo perdurante anche dato il tenore dell'art. 9, lett. a) e b) del Regolamento Delegato, 565/2017.

159 La *FCA* inglese sembra equiparare l'impiego di algoritmi nella creazione di portafogli di *crowd-loan* all'esercizio di discrezionalità (*FCA* 2018, pp. 16 ss.).

potrebbe far concludere diversamente¹⁶⁰, fatta salva la presenza di chiari avvertimenti e *disclaimer* sul sito web della piattaforma.

L'ESMA, ad ogni modo, nelle sue recenti linee guida in materia di adeguatezza, individua nei *robo-advice* una modalità di prestazione dei servizi di consulenza e gestione dei portafogli attraverso l'impegno di algoritmi e applica agli stessi, in linea di principio, le medesime norme (inclusa la regola di adeguatezza) riferibili ai servizi tradizionali (ESMA 2018a e 2018b).

Qualora si ritenesse che i *lending marketplace* prestino un servizio di investimento avente ad oggetto strumenti finanziari e salvo il ricorrere di una delle esenzioni disponibili¹⁶¹, i medesimi sarebbero tenuti a richiedere un'autorizzazione come **impresa di investimento ex artt. 4 MiFID e 18 t.u.f.** e a sottostare alla relativa stringente normativa, peraltro differenziata in modo significativo (ad esempio, in termini di capitale minimo, regole di condotta e regimi di responsabilità nei confronti dei clienti) a seconda del tipo di servizio di investimento prestato¹⁶².

Tra le condizioni richieste per ottenere l'autorizzazione come impresa di investimento figurano il capitale minimo interamente versato (da € 120.000 a € 1 milione - più contenuto per il servizio di consulenza senza detenzione di beni di clienti rispetto a quello richiesto per i servizi di ricezione e trasmissione di ordini, di esecuzione degli ordini senza detenzione di beni e strumenti dei clienti e per il servizio di collocamento senza garanzia, fino ad arrivare al massimo per i servizi con detenzione di beni dei clienti e collocamento con garanzia) ed il rispetto di una serie di requisiti da parte dei titolari di partecipazioni qualificate e degli amministratori (potenziati di recente dalla *CRD IV/MiFID II*).

Una volta autorizzati, gli intermediari dovranno rispettare requisiti di **adeguatezza patrimoniale** (tranne in caso di servizi senza detenzione di denaro o strumenti dei clienti - art. 4(1)2

160 L'ESMA ha ritenuto che le modalità di regola usate dalle piattaforme escludano la configurabilità di tale servizio nell'ambito dell'*investment-based crowdfunding* pur ammettendo che l'affidamento sulla *due diligence* svolta dalla piattaforma in merito agli investimenti proposti possa spingere l'investitore a ritenere di ricevere un servizio di consulenza anche in assenza di comunicazioni personali (ESMA 2014, p. 17). Infatti, tra i 5 test individuati per identificare la presenza del servizio di consulenza in materia di investimenti assume rilievo la presentazione della raccomandazione e la ragionevole percezione da parte dell'utente medio della stessa come personalizzata in quanto basata su circostanze personali del cliente o presentata come adeguata: cfr. CESR's Question Et Answers on Understanding the definition of advice under MiFID (CESR/10-293), p.4, http://www.esma.europa.eu/system/files/10_293.pdf; in materia di consulenza automatizzata, cfr. Joint Committee 2015, p. 23.

In Francia, invece, l'ACPR e l'AMF hanno ritenuto configurabile il servizio di consulenza nel caso di piattaforme online che esprimano opinioni o giudizi di valore sui progetti presenti sulle stesse anche attraverso la selezione delle richieste ed il *rating*, nonché facenti uso di espressioni in grado di comunicare agli utenti una valutazione in termini di adeguatezza dell'investimento (con clausole del tipo «il meglio per te»): AMF - ACP 2013, p. 9. Cfr. anche Davis e Murphy 2016, p. 40.

161 Ad esempio, l'esenzione di cui all'art. 3 *MiFID*, che permette agli Stati membri di sottoporre ad un regime nazionale alternativo intermediari che offrano servizi di ricezione e trasmissione di ordini relativi a valori mobiliari o consulenza su strumenti finanziari a certe condizioni; oppure quella di cui all'art. 29 *MiFID* riferita agli agenti collegati - *tied agents* - di imprese di investimento autorizzate; o, ancora, l'esenzione ex art. 2(1)(c), relativa a un servizio d'investimento reso in modo incidentale rispetto ai prevalenti servizi di ricerca e supporto alle imprese (sempre che non costituisca una fonte rilevante di remunerazione). Con riferimento alle esenzioni dalla *MiFID* configurabili per le piattaforme di *investment-based crowdfunding*, cfr. Macchiavello (2016); Ferrarini e Macchiavello (2017).

162 Su tutti questi aspetti, più diffusamente, cfr. anche Macchiavello (2016), pp. 317-320 e Macchiavello (2018a), pp. 92-93.

CRR: in Italia, consulenza e ricezione e trasmissione di ordini), **regole organizzative** (separatezza patrimoniale, *corporate governance* e controllo interno, incluse procedure per la gestione dei conflitti di interesse e controllo delle funzioni esternalizzate) e **regole di condotta**. Queste ultime sono particolarmente intense ed articolate: oltre all'obbligo generale di «comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati» (art. 21 t.u.f.), vi sono obblighi di informarsi ed informare, comunicando con i clienti, anche in sede di *marketing*, in maniera corretta, chiara e non fuorviante, regole specifiche di trasparenza (perché il cliente sia adeguatamente informato e possa compiere scelte informate) e in materia di contenuto e forma dei contratti con i clienti. Vi sono poi regole particolari a seconda del servizio di investimento prestato e della tipologia di cliente (al dettaglio o professionale/qualificato, nel secondo caso potendosi omettere le principali regole di condotta). In particolare, gli intermediari che prestano i servizi di gestione di portafogli e consulenza – anche incidentale – (servizi caratterizzati dall'affidamento dell'investitore nelle conoscenze ed esperienza dell'intermediario) sono tenuti a raccogliere dal cliente al dettaglio informazioni sulle sue conoscenze, situazione finanziaria e obiettivi di investimento e verificare che ciascuna operazione sia adeguata (coerente) con questi, non potendo procedere con l'operazione in caso di esito negativo di tale valutazione o di mancanza di informazioni (**test di adeguatezza**, artt. 39-40 Regol. intermediari). Qualora invece l'intermediario presti servizi diversi dai predetti (più "esecutivi"), esso dovrà limitarsi a raccogliere dal cliente informazioni riguardanti l'esperienza e conoscenza del cliente e verificare che l'operazione sia "appropriata" in considerazione di queste ultime, potendo comunque procedere all'operazione, anche in caso di esito negativo o di informazioni insufficienti, previo avvertimento al cliente (**test di appropriatezza**; artt. 41-42 regol. intermediari). Tale richiesta di informazioni e test di appropriatezza possono peraltro essere omessi se il servizio, diverso dalla gestione di portafogli e consulenza, viene prestato in modalità "*execution-only*", cioè ci si limiti ad eseguire ordini del cliente su iniziativa di questi, con riguardo a strumenti finanziari non complessi (tra i quali non rientrano prodotti illiquidi o atipici), nel rispetto degli obblighi in materia di conflitti di interesse ed il cliente sia stato informato dell'assenza del test di appropriatezza. (artt. 43-44 regol. intermediari). Nell'eseguire o trasmettere gli ordini dei clienti, inoltre, gli intermediari devono ottenere per gli stessi le migliori condizioni possibili (*best execution*).

MiFID II ha, inoltre, introdotto la necessità di una valutazione dei prodotti "a monte" della catena distributiva (*product governance*), dovendo: a) gli intermediari ideatori del prodotto individuare la categoria adeguata di clienti *target* ed apprestare misure per assicurarsi che il medesimo venga offerto solo a questi; b) gli intermediari distributori offrire il prodotto solo a clienti rientranti nella suddetta categoria individuata come adeguata (con costi e sforzi organizzativi non indifferenti) (cfr. anche § 9.1). La *MiFID II* ha anche potenziato le misure in materia di **conflitto di interessi**, introducendo regole ancora più stringenti sugli *inducement* (benefici monetari e non monetari percepiti dagli intermediari e provenienti da terzi), specie in presenza di consulenza indipendente.

Regole diverse rispetto agli altri servizi di investimento riguardano infine il **servizio di gestione di un sistema multilaterale di negoziazione** (che può essere svolto anche da società di gestione dei mercati, soggette a procedimento di autorizzazione e vigilanza più leggeri). In considerazione del fatto che i contratti di investimento vengono sottoscritti tra i partecipanti alla sede di negoziazione (peraltro normalmente soggetti professionali ed avveduti) e non tra investitori e gestore del mercato, a tale servizio non si applicano le regole di condotta appena menzionate bensì le disposizioni in materia di mercati regolamentati (artt. 62 ss. t.u.f.).

Queste ultime (specialmente dopo *MiFID II*) mirano ad assicurare la trasparenza e la non discriminazione nella sede di negoziazione, l'ordinata e corretta negoziazione, l'efficiente esecuzione degli ordini (con pubblicazione delle condizioni di ammissione ed esclusione, accertamento e diffusione dei prezzi, modalità di compensazione e garanzia delle operazioni) e l'assenza di conflitti di interesse; la responsabilità della *disclosure* specifica e delle scelte di investimento è lasciata invece ai partecipanti al mercato (sulla base di regole fissate liberamente dalla sede di negoziazione).

Un regime particolare sussiste poi con riferimento al **gestore di un sistema organizzato di negoziazione (OTA)**, in quanto quest'ultimo può esercitare **discrezionalità** nell'esecuzione degli ordini dei clienti (pre-fissando cioè solo le regole per la determinazione dei criteri – anche attraverso algoritmo – i quali potranno cambiare di volta in volta) e nell'abbinamento degli ordini (ma tale aspetto è discusso), sempre nel rispetto delle istruzioni ricevute e alle condizioni più favorevoli per i clienti, venendo perciò sottoposto, in aggiunta, ad alcune delle regole di condotta previste per le imprese di investimento (v. *best-execution* con riferimento ad entrambe le controparti) ed essendo responsabile nei confronti dei clienti, che, si ripete, possono essere anche non professionali (Pace 2016; Annunziata 2017, pp. 305 ss.).

Si segnala, da ultimo, che la legge n. 145 del 30 dicembre 2018 ha esteso la disciplina prevista in Italia per l'**equity-based crowdfunding** (originariamente concepita solo per l'offerta di capitale di rischio – quindi azioni e quote – di PMI) all'offerta di **obbligazioni e strumenti finanziari di debito di PMI**, autorizzando quindi i gestori di piattaforme iscritti nel registro speciale della Consob e soggetti ad una disciplina speciale più leggera, così come i gestori "di diritto" (ovvero gli intermediari tradizionali quali banche ed imprese di investimento), ad offrire attraverso portali tali prodotti purché le relative offerte siano effettuate per mezzo di una **sezione apposita e separata del sito e riservate ad investitori professionali e altre categorie individuate dalla Consob** (nuovi artt. artt. 1, comma 5-*novies* e 100-*ter*, comma 1-*ter* t.u.f.)¹⁶³. Qualora quindi i prestiti alle PMI possano qualificarsi come obbligazioni o strumenti finanziari di debito, essi dovrebbero quindi essere riservati solo agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (ad esclusione quindi dei *retail* salvo che non rientrino nelle categorie di altri soggetti che la Consob individuerà) e troverebbe applicazione la normativa italiana in materia di gestori di portali di *crowdfunding* che (pur essendo più leggera rispetto alla disciplina *MiFID*) potrebbe comunque risultare gravosa andandosi probabilmente ad applicare ad investitori professionali o assimilabili e ad offerte normalmente esenti dal Prospetto. La bozza di revisione del regolamento *crowdfunding* conseguente alla legge di bilancio 2019 (Consob 2019b) posta in consultazione dalla Consob il 20 giugno 2019 (mentre il presente lavoro era in fase di chiusura definitiva), se da un lato considera di ampliare le categorie di soggetti in grado di sottoscrivere titoli di debito di PMI s.p.a. (non di PMI s.r.l. a causa del divieto codicistico) rispetto a quanto previsto dalla legge di bilancio oltre la figura degli investitori professionali vigilati¹⁶⁴ (sempre

163 Sulla disciplina in materia di *equity-based crowdfunding*, cfr. il Quaderno Consob *FinTech* in corso di pubblicazione a cura dell'Università di Roma La Sapienza.

164 La Consob sta considerando di permettere la sottoscrizione di obbligazioni di PMI s.p.a. in caso di emissioni entro il doppio del patrimonio sociale, garantite da ipoteca o destinate ad essere quotate su mercati regolamentati o SMN, oltre che agli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale (come richiesto dalla legge di bilancio 2019), anche da parte di fondazioni bancarie, incubatori di start-up, investitori a supporto delle PMI (già contemplate dal regolamento *crowdfunding* tra coloro la cui sottoscrizione della quota del 3% o 5% costituisce condizione di perfezionamento dell'offerta), soggetti con un portafoglio finanziario (compresi depositi di denaro)

qualora l'offerta non superi il doppio del patrimonio sociale o ricada nell'ambito delle esclusioni ex art. 2412, commi 3 e 5, c.c.), dall'altro intende escludere l'applicazione dei presidi a tutela degli investitori *retail* contenuti nella disciplina dell'*equity crowdfunding* (diritto di recesso di pentimento entro sette giorni, diritto di revoca dell'adesione in presenza di fatto sopravvenuto o errore materiale, test di appropriatezza, accesso alle singole offerte solo da parte di chi abbia letto e compreso i documenti di *investor protection*) solo con riferimento agli investitori professionali, incubatori certificati, fondazioni bancarie e investitori a supporto delle PMI e non estendere alla raccolta di capitale di debito attraverso le piattaforme il diritto di recesso e co-vendita in caso di cambio di controllo o il requisito di perfezionamento dell'offerta del *co-investing* con investitori professionali e incubatori previsti invece per l'*equity crowdfunding*.

Marketplace lending e quote di fondi di investimento: la disciplina della gestione collettiva del risparmio

Nella categoria degli strumenti finanziari, come è noto, rientrano anche, pur se dotate di disciplina propria, le **quote di organismi di investimento collettivo**.

Nelle forme di gestione collettiva del risparmio, il patrimonio viene raccolto tra una pluralità di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori, in autonomia da questi ultimi sulla base di una politica di investimento predeterminata basata sulla diversificazione (cfr. art. 1, comma 1, lett. *n*) e *k*), t.u.f.).

In alcuni *business model* di *marketplace lending*, la ripartizione automatica delle somme dei *crowd-investor* tra diverse richieste di finanziamento con la conseguente erogazione al richiedente di una sorta di prestito "collettivo" (talvolta anche attraverso la creazione di un *trust* per ogni progetto), così come la presenza di un fondo di garanzia (che copre tutti i prestiti facendo di fatto dipendere il rientro di ogni *crowd-investor* dall'andamento della totalità dell'erogato) potrebbero suggerire un accostamento alla logica dell'investimento collettivo¹⁶⁵.

Alla costituzione di un fondo di investimento o di una società di investimento collettivo hanno, peraltro, fatto ricorso alcune piattaforme operanti negli Stati Uniti e anche in taluni paesi europei (l'ambito disciplinare dei fondi viene espressamente richiamato da alcune autorità di vigilanza: cfr. Lussemburgo). In Italia, una piattaforma di *business lending* è collegata ad un fondo di investimento e ad una piattaforma britannica, operante anche nel nostro Paese in regime di mutuo riconoscimento come impresa d'investimento autorizzata dalla *FCA* a prestare, tra gli altri, i servizi di ricezione e

con controvalore superiore a € 250.000 (riprendendo la disciplina inglese dei FIA riservati e la figura degli *high net worth individuals*), soggetti che investano almeno € 100.000 e dichiarino per iscritto di essere consapevoli dei rischi (cfr. disciplina EuVECA) o *retail* che investano nell'ambito di un servizio di gestione di portafogli o consulenza (ispirandosi alla disciplina sull'*investment-based crowdfunding* britannica, nella quale però è comunque previsto un limite di investimento del 10% che qui invece non figura): Consob (2019b).

¹⁶⁵ La disponibilità effettiva del fondo per coprire le perdite di ogni *crowd-lender* dipende, in effetti, (e può quindi anche venir meno) dall'utilizzo precedente dello stesso per coprire le perdite di altri *crowd-lender* della piattaforma. Cfr. su tale punto l'opinione dell'autorità inglese FCA (2016), pp. 13-14.

trasmissione e collocamento, colloca presso investitori professionali le quote di un fondo di credito che eroga finanziamenti a imprese anche italiane (cfr. § 6).

Ne potrebbe conseguire l'applicazione della **normativa in materia di OICR** (in particolare, fondi alternativi), di recente oggetto di rilevanti riforme anche a seguito del recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva *AIFMD* n. 2011/61/EU e dell'adeguamento ai Regolamenti *EuVECA* n. 345/2013/EU, *EuSEF* n. 346/2013/EU e *ELTIF* n. 2015/760.

In Italia, il D.L. n. 18 del 14 febbraio 2016 ha peraltro introdotto nel t.u.f. il capo II-*quinquies*, artt. 46-*bis* ss. t.u.f. dedicato agli OICR di credito, cui è stata data attuazione attraverso il regolamento adottato con Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 30 del 5 marzo 2015¹⁶⁶.

Gli OICR di credito sono fondi alternativi, autorizzati non solo ad investire in strumenti finanziari di debito ma anche ad erogare direttamente crediti solo a non consumatori; i gestori sono sottoposti alla Direttiva *AIFM*, più leggera rispetto alla Direttiva *UCTIS*, nonché alla disciplina generale in materia di trasparenza dei servizi bancari e finanziari ex artt. 115 ss. t.u.b. Essi sono altresì gravati da una serie di obblighi di segnalazione periodica alla Banca d'Italia e sono tenuti a partecipare alla Centrale dei rischi. Essi devono avere forma chiusa, la durata del fondo deve essere superiore a quella dei prestiti e sono sottoposti ad un limite di concentrazione verso la stessa parte del 10%. Nel caso in cui la sottoscrizione delle quote sia aperta anche agli investitori al dettaglio, i fondi dovranno rispettare ulteriori requisiti, tra i quali l'approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia, un limite di leva finanziaria del 30% del valore netto complessivo del fondo, uso di derivati solo per copertura dei rischi e norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia. Inoltre, il gestore del fondo avrà l'obbligo di sottoscrivere in proprio una quota almeno del 2% del valore complessivo netto iniziale di ciascun FIA e delle successive emissioni.

Trattandosi di una normativa recente, è ancora presto per valutarne l'efficacia nonché il suo effettivo utilizzo nel settore del *marketplace lending*, né si conoscono le valutazioni di convenienza degli intermediari in merito all'adozione di tale nuova forma giuridica (Macchiavello 2018a). In ogni caso, l'introduzione di normative in materia di *credit fund* è stata vista in molti paesi (tra cui Italia, Francia e Germania) come un'ulteriore e significativa erosione del tradizionale monopolio bancario sul credito (Piscicelli et al. 2016, pp. 472 ss.; Dell'Erba 2016).

Valutazione di congruità delle discipline sui servizi di investimento e qualche spunto di riflessione sulla necessità di un ripensamento dell'attuale sistema di regolazione finanziaria

Se l'inquadramento in termini di investimento del bisogno che muove i *crowd-investor* meglio risulta in grado di cogliere - rispetto alle opzioni alternative finora discusse - la reale funzione economica svolta dalle piattaforme¹⁶⁷, neppure

166 In materia di OICR di credito, Biasin e Sciuto (2016), p. 538; Guffanti e Sanna (2016).

167 Le quali, senza farsi direttamente carico del rischio di credito/investimento ma con creazione di *agency cost* tra intermediario e cliente, facilitano le decisioni di investimento dei clienti selezionando i riceventi i fondi, in maniera non dissimile dalle imprese di investimento, svolgono un importante ruolo nella riduzione dei problemi di

l'applicazione *tout court* (ovvero senza adattamenti specifici) al fenomeno in discorso delle discipline europee concernenti i servizi di investimento pare una soluzione auspicabile.

Innanzitutto, una tale scelta porterebbe con sé il rischio, specie alla luce dell'inasprimento regolatorio post-crisi, di *over-regulation* e costi eccessivi (con effetti negativi in termini sia di supporto all'innovazione sia di inclusione finanziaria), come riconosciuto dalla stessa Commissione Europea in sede di proposta del regolamento sugli *ECSP* (cfr. § 11). Inoltre, essa potrebbe comportare disparità di trattamento tra operatori: ne discenderebbe, infatti, la sottoposizione delle piattaforme e dei relativi prodotti ad un regime pensato e applicabile solo in presenza di strumenti finanziari (e finora, lo si è visto, in linea di massima non esteso a fattispecie non strettamente riconducibili all'elenco allegato al t.u.f.), mentre operatori diversi che offrano prodotti anche simili ma attraverso canali differenti dalle piattaforme online ne rimarrebbero ancora esclusi.

Né, d'altro canto, per tale via risulta senz'altro garantita un'adeguata protezione degli interessi coinvolti. Infatti, in un settore in cui gli investitori impiegano le proprie disponibilità allocando piccole somme su molteplici richieste, le uniche regole di trasparenza che sembrano opportune sono quelle che impongono la predisposizione di documenti sintetici, contenenti le informazioni più rilevanti e chiari avvertimenti circa i rischi che si corrono (sul modello *KID* dei *PRIIPS*: v. infra § 8). Obblighi informativi ulteriori e non mirati alle specifiche caratteristiche e rischi del *marketplace lending* con tutta probabilità determinerebbero un fenomeno di *over-load* informativo (non essendo i *crowd-investor* in grado di cogliere gli aspetti più importanti e distintivi del *marketplace lending* rispetto ad investimenti tradizionali) e disincentiverebbero la lettura della documentazione da parte degli investitori. Ancora, l'applicazione senza adattamenti della *MiFID* non solo non introdurrebbe alcuna misura di protezione per i *crowd-borrower*, ma li andrebbe anche a gravare di rilevanti oneri di *compliance* qualora dovessero essere qualificati alla stregua di emittenti/offertori o ideatori di strumenti finanziari (cfr. anche subito *infra* su Prospetto informativo)¹⁶⁸.

Anche il meno gravoso regime applicabile ai gestori di sistemi multilaterali di negoziazione non appare idoneo a rispondere a tutte le esigenze sottese al fenomeno qui in esame, in quanto presuppone un ruolo quasi passivo e da "arbitro del gioco" delle piattaforme e la professionalità dei partecipanti al mercato, entrambi fattori che non trovano corrispondenza nella prassi operativa del *marketplace lending*.

asimmetria informativa, azzardo morale e selezione avversa del mercato. Gli obblighi di condotta e trasparenza previsti dalla *MiFID* e dalle relative normative nazionali di recepimento potrebbero perciò rispondere in tal senso all'esigenza di contenere gli *agency cost* tra piattaforma e *lender* (Ahern 2018).

168 Cfr. sempre Macchiavello 2015a e 2015b; Macchiavello 2017; Macchiavello 2018; Ferrarini e Macchiavello 2018. Altri autori (Zetzsche e Preiner 2018), invece, considerano eccessivi i soli requisiti prudenziali (che escludono ricorrendo alla qualificazione dei servizi delle piattaforme come ricezione e trasmissione di ordini e esecuzione di ordini senza detenzione di beni dei clienti e, conseguentemente, ex art. 4(1) n. 2(c) *CRR*) e di *product governance* (che escludono ritenendo ideatore del prodotto il solo ricevente), mentre adeguati l'insieme dei requisiti autorizzativi, organizzativi e di condotta. Altri ancora (Ahern 2018) auspicano una disciplina *ad hoc* per il *financial-return crowdfunding* che, sul modello *MiFID*, riproduca, pur in maniera proporzionalmente più leggera, tutti i requisiti delle imprese di investimento, prudenziali e di adeguatezza patrimoniale inclusi.

Ad un risultato differente si potrebbe giungere (come avviene nella normativa italiana sull'*equity-crowdfunding* e viene da taluno suggerito anche nel contesto del *marketplace lending*: Morse 2015) solo controbilanciando la suddetta carenza di obblighi a carico della piattaforma con l'attribuzione di un ruolo di *gatekeeper* ai partecipanti professionali che verrebbero tenuti ad investire insieme ai *retail*. Infine, da una qualificazione della piattaforma come *OTF* deriverebbe l'applicazione di regole di condotta giustificate dalla presenza di discrezionalità del gestore e di investitori non professionali: anche in questo caso non si tratterebbe però di regole davvero parametrare alle peculiarità del settore.

Ritornando ora alla questione di fondo relativa alla difficoltà di qualificare come strumenti finanziari i prodotti di *marketplace lending*, sembra opportuno svolgere qualche considerazione ulteriore. La limitazione dell'ambito applicativo della *MiFID* (e, a livello europeo, della Direttiva Prospetto) ai soli strumenti finanziari viene in genere giustificata sulla base dell'esigenza di garantire una tutela più intensa in presenza di strumenti di investimento che, in quanto dotati di negoziabilità e di un valore di scambio, sono destinati a circolare tra un numero ampio di persone.

Tuttavia, l'indiscutibile attitudine delle tecnologie e della rete alla digitalizzazione/smaterializzazione si riflette fortemente anche sulla potenziale trasferibilità di altri prodotti di investimento e/o posizioni contrattuali, risultandone nel complesso un incremento della dimensione circolatoria e dei relativi rischi. Ne deriva l'urgenza di un generale ripensamento delle normative portanti del settore finanziario¹⁶⁹, volto ad approntare gradi differenziati di tutela in presenza di prodotti di investimento diversi dagli strumenti finanziari, eventualmente anche al di là del sistema delle riserve di attività che ha generato negli ultimi anni la moltiplicazione di numerosi statuti giuridici distinti (Macchiavello 2018a).

Un'apertura in tal senso sembra peraltro potersi già riscontrare a livello europeo dove recenti interventi normativi hanno esteso alcune misure di tutela proprie del settore dei servizi di investimento (in particolare, obblighi di trasparenza) anche a prodotti diversi dagli strumenti finanziari - quali depositi strutturati e prodotti misti di investimento- ritenuti parimenti in grado di generare rischi per gli investitori (Moloney 2010, pp. 201-202; Colaert 2015)¹⁷⁰. In particolare, il Regolamento n. 1286/2014/UE relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati (PRIIPs) - cui il nostro ordinamento si è adeguato con il decreto legislativo n. 224 del 14 novembre 2016 - supera il riferimento della *MiFID* ai soli strumenti finanziari, sia

169 Su un piano più generale di riflessione, il *marketplace lending* mette in luce la difficoltà di applicare normative tradizionali a fenomeni caratterizzati da un elevato grado di innovazione. Per un'attenta analisi delle prime problematiche sorte con riferimento all'impiego di internet nel settore finanziario, Capriglione (2001); Enriques (2003); Grisi (2001); Lener (2001); Lucarelli (2004); Lucarini Ortolani (2003); Ortino (2005); Sammarco (1999).

170 La *MiFID* II considera strumenti finanziari le quote di emissioni (*emission allowances*: allegato I, sez. C, n. 11, *MiFID* II) ed assoggetta in parte alle stesse regole i depositi strutturati offerti da imprese di investimento e banche (art. 1(4) *MiFID* II) ed aveva esteso alle imprese di assicurazione che offrissero prodotti misti assicurativi-d'investimento (art. 91) regole sui conflitti di interesse e condotta analoghe alla *MiFID* (cfr. ora *Insurance Distribution Directive* n. 2016/97/EU).

pure, per esplicita scelta della Commissione Europea¹⁷¹, solo limitatamente ad alcune tipologie di prodotti considerate particolarmente complesse e rischiose. Il riferimento è ai prodotti d'investimento o assicurativi "pre-assemblati", nei quali il rendimento per l'investitore *retail* dipende dalla fluttuazione di valori di riferimento o dal valore di prodotti sottostanti non direttamente acquistati dallo stesso¹⁷².

Il Regolamento non ha introdotto riserve di attività o un regime specifico per chi offre prodotti pre-assemblati ma l'obbligo per i *manufacturer*¹⁷³ di PRIIPs di redigere un documento sintetico e caratterizzato da linguaggio atecnico, contenente le "informazioni chiave del prodotto" (*Key Information Document - KID*), con particolare riguardo all'ideatore, alle caratteristiche dell'investitore *target*, ai fattori da cui dipende il rendimento, ai rischi del prodotto ed ai costi. Sono poi attribuiti alle autorità di vigilanza poteri di *product intervention* (cfr. art. 16 PRIIPs; artt. 40-41 *MiFIR*; art. 4-*septies*1 t.u.f.). Stante la definizione di PRIIPs, tale disciplina risulterebbe applicabile al *marketplace lending* solo qualora i *crowd-investor* effettuassero un investimento attraverso le piattaforme il cui rendimento dipenda dall'andamento delle restituzioni di un paniere di prestiti concessi da altri (piattaforma o terzi), secondo un modello di cartolarizzazione dei crediti o di strumento derivato.

In analogia direzione sembra, del resto, muoversi la Commissione Europea, nell'ambito della sua recente proposta di regolamento in materia di *ECSP* concernente le piattaforme ed i prodotti sia di *marketplace investing* (quando valori mobiliari) sia di *marketplace lending* (anche quando non strumenti finanziari): in entrambi i casi, vengono introdotte specifiche misure di tutela dei *crowd-investor* in parte mutate dalla *MiFID* ma semplificate ed adattate alle specificità del *crowdfunding* (Commissione Europea 2018d; cfr. *infra* § 11.2).

Prodotti finanziari e marketplace lending. La disciplina dell'offerta al pubblico. Valutazione della congruità

Per completare l'analisi del posizionamento del *marketplace lending* rispetto al quadro regolatorio dei mercati finanziari, resta ora da chiedersi, qualora non si ritenesse possibile qualificare le posizioni contrattuali dei *crowd-investor* alla stregua

171 La Commissione Europea aveva considerato l'opportunità di coprire con la normativa PRIIP tutti i prodotti d'investimento venduti agli investitori al dettaglio, poi esclusa motivando la scelta con la difficoltà nell'identificare requisiti comuni per un gruppo così vasto e vario di prodotti finanziari, riconoscendo invece nei prodotti pre-assemblati un livello di complessità e rischio tali da giustificare misure protettive a favore degli investitori *retail*: Commissione Europea (2010), p. 6.

172 Ai sensi dell'art. 4 del Regolamento PRIIP, per "prodotto d'investimento al dettaglio o assicurativo preassemblato" (PRIIP) deve intendersi «un investimento, compresi strumenti emessi da società veicolo quali definite all'articolo 13, punto 26, della direttiva 2009/138/CE o società veicolo di cartolarizzazione quali definite all'articolo 4, paragrafo 1, lettera an), della direttiva 2011/61/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (2), nel quale, indipendentemente dalla forma giuridica dell'investimento stesso, l'importo dovuto all'investitore al dettaglio è soggetto a fluttuazioni a causa dell'esposizione ai valori di riferimento o al rendimento di uno o più attivi che non siano direttamente acquistati dall'investitore al dettaglio» o «un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato». Il decreto legislativo n. 224 del 14 novembre 2016 ha adeguato il nostro ordinamento al Regolamento PRIIP.

173 In base all'art. 4(4) PRIIPs, il *manufacturer/ideatore* di PRIIPs «a) un soggetto che confeziona un PRIIP; b) un soggetto che apporta modifiche a un PRIIP esistente anche, ma non soltanto, modificandone il profilo di rischio e di rendimento o i costi associati ad un investimento nel PRIIP».

di strumenti finanziari, se le medesime posizioni potrebbero essere ricondotte al più ampio concetto di prodotto finanziario e con quali implicazioni disciplinari.

Com'è noto, la nozione di prodotto finanziario non è formalizzata nel diritto europeo (se non nei limiti del summenzionato Regolamento PRIIPs) ed ha quindi valenza primariamente nazionale. In Italia, i prodotti finanziari sono «gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria» (art. 1, comma 1, lett. u) t.u.f.) e, quindi, nell'interpretazione vigente, in tale nozione rientra qualunque forma di raccolta del risparmio comportante l'impiego di capitali con attesa (e promessa da parte del proponente) di rendimento finanziario (prevalente rispetto al mero godimento del bene e diverso dal mero apprezzamento del bene nel tempo) correlata al rischio sottostante¹⁷⁴.

Non sembra inutile, peraltro, ricordare che, in passato, la Consob ha qualificato alla stregua di prodotti finanziari i prestiti offerti da una, sia pur particolare, piattaforma di *marketplace lending*¹⁷⁵, in ragione del carattere standardizzato dei mutui (carattere peraltro, nell'opinione dell'Autorità, non escluso dalla possibilità dei prestatori di scegliere il tasso di interesse), dell'impiego di capitale con aspettativa di rendimento e del rischio correlato al progetto¹⁷⁶.

Talvolta, sono del resto le stesse piattaforme ad accostare ai prodotti finanziari i contratti sottoscritti dai *crowd-investor*, descritti sui portali con una terminologia che fa riferimento a "investimenti" sulla piattaforma, "rendimento" degli stessi e "diversificazione del portafoglio". In alcuni casi, l'assimilazione non è solo nominalistica, presentando alcuni prodotti offerti da determinate piattaforme europee di *marketplace lending* più di un punto in comune con quelli offerti dalle piattaforme di *equity crowdfunding* (e ciò pur permanendo, sul piano formale, una netta differenza tra

174 Cfr. art. 1, comma 1, lett. u) t.u.f. La Consob ha negli anni precisato tali caratteristiche per mezzo di comunicazioni e provvedimenti sospensivi e sanzionatori in materia, tra l'altro, di vendita di diamanti, pacchetti di estrazione di cripto-valute, ICOs: Comunicazione Consob n. DEM/1027182 del 12 aprile 2001; Delibera Consob del 6 dicembre 2017 n. 20207; Delibera Consob n. 20660 del 31 ottobre 2018; Consob (2019a), pp. 5 ss. In letteratura: Annunziata (2017), pp. 354 ss.; Costi (2014), pp. 8 ss.; Costi e Enriques (2004), pp. 42 ss.; Fratini (2012), pp. 20 ss.

175 Il caso sottoposto all'attenzione dell'Autorità di vigilanza riguardava una forma particolare di prestiti online: una banca ha creato un portale online attraverso cui i suoi clienti (persone fisiche o giuridiche), i c.d. "sostenitori", possono partecipare con la banca al finanziamento di prestiti a tassi agevolati ad organizzazioni del terzo settore. Alcune delle caratteristiche rilevanti del *business model* in questione non si rinvergono nella generalità dei *lending marketplace*: più in dettaglio, le condizioni dei prestiti sul portale qui esaminato sono fissate dall'organizzazione ricevente (mentre nella maggior parte delle piattaforme di *marketplace lending* i tassi di interesse sono frutto dell'abbinamento attraverso algoritmo tra domanda e offerta e comunque entro un *range* di prezzo fissato dalla piattaforma in base al *rating* da questa attribuito ai riceventi e usando un modello contrattuale standard sempre fornito dalla piattaforma); tra sostenitori e banca non viene sottoscritto alcun contratto ed il servizio offerto dalla banca ai primi (suoi clienti) è gratuito (mentre le restanti piattaforme sottoscrivono un contratto quadro anche con i *crowd-investor* e si fanno remunerare anche da questi ultimi – o dai *crowd-borrower* – sulla base degli importi prestatati, trattenendo le relative somme dai rimborsi).

176 Cfr. Comunicazione Consob n. 10101143 del 10 dicembre 2010, <http://www.consob.it/documents/46180/46181/c10101143.pdf/3303db5a-7f82-4508-9a7f-389e49397a97>: «Nel caso in esame è evidente che la promozione tramite la piattaforma internet secondo le modalità descritte nel quesito [...] ha le richiamate caratteristiche dell'offerta al pubblico. Quanto poi al presupposto che l'offerta al pubblico abbia ad oggetto un prodotto finanziario, non sembra potersi escludere che il contratto di mutuo sottoscritto tra il sostenitore e la ONP sia riconducibile ad un investimento di natura finanziaria. A parte le caratteristiche di standardizzazione del contratto di mutuo – che non vengono meno per la mera possibilità attribuita al sostenitore di scegliere il tasso di rendimento nell'ambito di un *range* prefissato – nella fattispecie in esame possono agevolmente riscontrarsi sia l'impiego di capitale che l'aspettativa di rendimento e il rischio correlato al progetto alla cui realizzazione si intende contribuire». In materia, cfr. anche Macchiavello (2015a), p. 566; Macchiavello (2015b), pp. 268-269; Macchiavello (2018a), p. 86, nota n. 66.

prestiti e prodotti/strumenti finanziari). È, ad esempio, il caso dei prestiti subordinati con partecipazione agli utili offerti da piattaforme di *marketplace lending* e difficilmente distinguibili da altri prodotti ibridi con partecipazione agli utili offerti da alcune piattaforme europee di *equity crowdfunding*.

Ragionando nella prospettiva della qualificazione come prodotti finanziari delle posizioni contrattuali assunte dai *crowd-investor*, in Italia la prima disciplina con cui confrontarsi è quella in materia di **offerta al pubblico di prodotti finanziari** con connesso obbligo di redigere il **prospetto informativo** (artt. 93-*bis* ss. t.u.f.).

Come si è anticipato *supra*, tale normativa nazionale deriva dalla Direttiva Prospetto, di per sé concernente solo l'offerta al pubblico di valori mobiliari, che il nostro legislatore ha però, in sede di recepimento, esteso anche all'offerta al pubblico di prodotti finanziari. L'obbligo di prospetto sussiste quando i prodotti finanziari siano oggetti di un'offerta al pubblico, cioè «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati» (art. 1, comma 1, lett. t) t.u.f.). La Consob ha avuto modo più volte di ribadire che la comunicazione volta a far acquistare o sottoscrivere prodotti finanziari e contenente quantomeno la rappresentazione delle principali caratteristiche degli stessi, effettuata via internet, a condizioni uniformi e standardizzate (senza possibilità per l'investitore di intervenire sui contenuti contrattuali) e rivolta a residenti italiani deve essere qualificata come offerta al pubblico ai sensi del t.u.f.¹⁷⁷. Nel caso dei *lending marketplace*, si potrebbe mettere in dubbio la presenza di un sufficiente grado di standardizzazione dell'offerta in presenza di aste, sistemi di *auto-bid* o comunque di scelta in punto di maturità, tasso di interesse e altri aspetti da parte del *crowd-investor* (cfr. *supra*) ma la Consob ha comunque precisato, lo si è visto, che la standardizzazione non viene meno per la possibilità offerta ai *crowd-lender* di scegliere il tasso di interesse.

Ad ogni modo, nell'ambito di una serie di esenzioni (alcune delle quali facoltative) previste dalla direttiva (ora Regolamento) Prospetto, l'Italia ha adottato – il che assume rilievo con riguardo alle piattaforme – quella che esclude dall'obbligo di prospetto offerte dello stesso prodotto il cui corrispettivo totale nell'arco di 12 mesi sia inferiore dapprima a €5 milioni e oggi a €8 milioni¹⁷⁸, in adeguamento al nuovo Regolamento UE n. 2017/1129, il quale aveva innalzato la soglia di tale esenzione facoltativa¹⁷⁹.

I prestiti ottenuti dai singoli richiedenti attraverso i *lending marketplace* operanti in Italia si sono finora mantenuti ben al di sotto di tale soglia, ragione per cui la questione dell'eventuale applicazione della disciplina in materia di offerta di prodotti finanziari e prospetto non è ancora venuta a porsi in concreto.

177 Cfr. *ex multis* Delibera Consob n. 20929 del 9 maggio 2019.

178 La delibera Consob del 28 dicembre 2017, n. 20250 di adeguamento al Regolamento Prospetto aveva lasciato invariata la soglia di esenzione ai € 5 milioni ma l'attuale art. 34-*ter*, comma 1, lett. c), regol. emittenti, come modificato dalla più recente delibera Consob n. 20710 del 21 novembre 2018 ha innalzato la soglia a € 8 milioni.

179 La soglia di esenzione obbligatoria è stata invece alzata a €500.000: artt. 1(3) e 3(2) del Regolamento (UE) 2017/1129 del 14 giugno 2017; Commissione Europea (2016a).

A una conclusione differente si dovrebbe giungere, però, qualora si qualificassero come offerenti non i singoli richiedenti bensì le piattaforme (alla stregua di "manufacturer" o in ragione di un loro ruolo attivo nel procedimento di selezione, finanziamento, promozione, allocazione del denaro tra progetti e aggiornamento/relazione periodica ai prestatori) e si riferisse la soglia massima degli €8 milioni all'offerta complessiva di prestiti sul portale. Una tale ricostruzione renderebbe, però, difficile considerare rispettato il requisito dell'offerta del "medesimo prodotto" come richiesto per l'operare dell'esenzione (dovendosi semmai aggregare l'offerta di portafogli con stesso profilo di rischio e stessa composizione interna di prestiti: operazione complessa, se non impossibile, e presumibilmente dagli scarsi risultati).

La Direttiva Prospetto è stata peraltro recepita nei Paesi membri in modo molto diversificato quanto ad ambito di applicazione ed esenzioni. Anche in altri paesi europei oltre all'Italia, l'obbligo di prospetto è stato **esteso alle offerte di prodotti finanziari** (ad esempio, in Belgio e in Germania) ma, per un verso, non sempre la nozione di prodotti finanziari coincide tra gli ordinamenti e, per un altro, spesso la soglia di esenzione è inferiore a quella italiana, talvolta addirittura coincidente con l'**esenzione obbligatoria di €100.000** di cui alla previgente Direttiva (così in Belgio, Germania, Francia; mentre in Austria dal 2013 la soglia è stata innalzata a €250.000¹⁸⁰). Proprio nei paesi nei quali l'obbligo di prospetto concerne anche i prodotti finanziari e l'esenzione sulla base del corrispettivo totale è stata mantenuta sui limiti minimi, sono state peraltro introdotte **soglie maggiori *ad hoc* a favore del crowdfunding** (Macchiavello 2016, pp. 309 ss.).

Ciò è accaduto, ad esempio, in Germania, ove i *lending marketplace* offrono tradizionalmente prestiti subordinati e prestiti con partecipazione agli utili, i quali, fino al 2015, non venivano considerati prodotti finanziari e quindi non erano coperti dalla disciplina sul Prospetto (Bußalb 2015). Tuttavia, la legge di protezione del piccolo investitore (*Kleinanlegerschutzgesetz*) del 23 aprile 2015, oltre a qualificare tali prestiti come prodotti finanziari (sezione 1(2) della legge sugli investimenti tedesca – *VermAnlG*), ha innalzato la soglia di esenzione dall'obbligo di prospetto per questi prodotti da €100.000 a €2,5 milioni a condizione che le offerte siano effettuate per mezzo di un'impresa di consulenza o *broker* via internet e sempre che la piattaforma monitori il rispetto dei limiti massimi di €1.000 per singolo investimento (nei confronti di uno stesso richiedente) e €10.000 in totale (con distinzioni a seconda della situazione finanziaria dell'investitore, anche non *retail*)¹⁸¹ per investitore persona fisica (nuova sezione 2(a) *VermAnlG*) (Klön, Hornuf e Schilling 2015; Mayer e Michels 2015). La stessa riforma ha stabilito anche che la piattaforma può assumere la forma di *broker* finanziario (ex sezione 34(f) della legge tedesca sul commercio e l'industria, *Gewerbeordnung – GewO*), il quale, in virtù dell'esenzione contenuta nella sezione 2(6) n. 8e della legge bancaria – *Kreditwesengesetz* – a favore dei *broker* di prodotti diversi dai valori mobiliari che non detengano somme di denaro o altri beni dei clienti e operino solo tra clienti ed emittenti/offerenti, è soggetto ad una disciplina molto leggera pur se rafforzata di recente. Proprio la riforma del 2015, infatti, ha introdotto ulteriori requisiti autorizzativi e specifici

180 Paragrafo 3(1)10 legge austriaca sul mercato dei capitali – *Kapitalmarktgesetz*.

181 Se l'investitore ha una piena disponibilità di €100.000, il limite è di €10.000; altrimenti, il limite è del doppio del reddito mensile e comunque non superiore a €10.000; in casi residuali, quando ad esempio manca una dichiarazione dell'investitore sulla disponibilità, il limite è di €1.000.

obblighi informativi, in materia di *marketing* e conflitti di interesse, per i broker nonché dotato l'autorità di vigilanza di più intensi poteri di controllo¹⁸².

L'Austria ha invece introdotto, con la legge sul finanziamento alternativo del 14 agosto 2015 n. 114 (*Alternativfinanzierungsgesetz – AltFG*), un regime speciale per le offerte, effettuate attraverso piattaforme internet, di prodotti finanziari alternativi che ricomprendono (oltre a azioni, obbligazioni, partecipazioni in *limited companies* e cooperative, *participation rights*, *silent partnerships* di PMI) anche *subordinated loan* a favore di PMI. Se inferiori a €1,5 milioni, tali offerte di prodotti alternativi vengono esentate dall'obbligo di prospetto ed assoggettate al regime speciale dell'*AltFG* (paragrafo 3(1)10a *Kapitalmarktgesetz*) con alcune distinzioni: le offerte di strumenti alternativi fino a €100.000 possono essere effettuate senza documenti informativi, mentre per le offerte superiori a €100.000 ma inferiori a €1,5 milioni deve essere predisposto un foglio informativo redatto secondo quanto richiesto dal decreto di applicazione n. 242 del 31 agosto 2015 (*Alternativfinanzierungs-Informationsverordnung – AltFG InfoV*) e verificato da un avvocato, notaio o determinati consulenti o *trustee* indipendenti (artt. 1, §4(1), (4) e 4(9) *AltFG*)¹⁸³. Per l'operare dell'esenzione deve anche essere rispettato il limite massimo di investimento da parte di ciascun investitore non professionale in un anno nei confronti dello stesso ricevente (€5.000)¹⁸⁴. Sottoposti a tali obblighi informativi sono generalmente gli emittenti (cioè i riceventi il prestito), ma anche le piattaforme se queste si rendono "responsabili dell'offerta", pubblicizzando attivamente i progetti. Inoltre, le piattaforme che trattino prodotti finanziari (diversi dai valori mobiliari) potranno operare come consulenti di investimenti commerciali regolati dal codice del commercio (§ 94 Figura 75 *GewO*). Qualora però le piattaforme distribuiscano i prodotti finanziari alternativi corrispondenti al § 1 (6) della legge federale sulla vigilanza degli strumenti finanziari (*WAG* 2007), cioè azioni o quote di fondi alternativi, le stesse necessiteranno di una autorizzazione ai sensi del § 4 (1) *WAG* 2007 come "*securities services provider*" (*Wertpapierdienstleistungsunternehmen*). Le piattaforme che offrano prodotti finanziari alternativi dovranno comunque rispettare l'obbligo di comunicare agli investitori informazioni in merito al gestore della piattaforma, i criteri di selezione dei richiedenti, il tipo, ammontare e frequenza delle spese, documento informativo o prospetto semplificato e dati annuali di attività, oltre che gli obblighi *AML/CT* (§§ 4 e 5(3) *AltFG*). (Gajda 2017, pp. 29, 32-33, 38).

L'abbastanza diffusa tendenza riscontrabile in vari ordinamenti a far rientrare il *marketplace lending* fra le esenzioni alla disciplina in materia di prospetto mostra in modo lampante come tale normativa, pur se in linea teorica rispondente all'esigenza di trasparenza emersa nell'ottica di un approccio funzionale, risulti in concreto assai poco efficace nel proteggere i *crowd-investor*, oltre che assai

182 Non è più infatti solo sufficiente un controllo dell'affidabilità e dell'adeguatezza della posizione finanziaria del richiedente in sede di autorizzazione ma i broker finanziari devono anche provare la sussistenza di una specifica assicurazione professionale ed ottenere un certificato di competenza rilasciato dalla Camera del commercio e dell'industria al superamento di un esame. Inoltre, sono ora sottoposti a doveri di informazione (trasmettere documento informativo di tre pagine con specifici *warnings*, approvato dal 2017 dalla *BaFin* e redatto dal richiedente; documento informativo redatto dalla piattaforma con informazioni sulla piattaforma, costi, rischi, conflitti di interesse, condizioni, rimborsi e contribuzioni di terzi, obiettivi di investimento, rischi, profilo di rischio, obbligo di condurre un test di appropriatezza e obblighi in materia di marketing maggiori e, dal 2017, sui conflitti di interesse (Mayer e Michels 2015; Macchiavello 2016, pp. 338-339; Gajda 2017, pp. 242, 244, 246).

183 La riforma del 2015 ha modificato anche la disciplina generale contenuta nel *Kapitalmarktgesetz* richiedendo, per le offerte ricomprese tra €1,5 milioni e €5 milioni, solo un prospetto semplificato (paragrafo 7(8a) e schema F in allegato F *Kapitalmarktgesetz*) (Schwienbacher 2016, p. 4).

184 Il limite non si applica in caso di investitori professionali oppure nel caso in cui l'investimento non superi il doppio del reddito mensile calcolato sull'arco di dodici mesi o il 10 % dei suoi beni finanziari.

costosa per operatori e *crowd-borrower*. Infatti, il prospetto informativo, concepito per offerte di grandi dimensioni e allo scopo di informare investitori professionali e consulenti che assistono gli investitori al dettaglio piuttosto che direttamente questi ultimi (Schaeken Willemaers 2011, pp. 36 ss.), non appare proprio essere - nonostante le semplificazioni di recente introdotte dal nuovo Regolamento Prospetto, specialmente a favore delle PMI - lo strumento adeguato per un'immediata comprensione dei rischi da parte dei finanziatori, portando con sé il forte rischio di *over-load* informativo (Paredes 2003; cfr. anche Zetzsche e Preiner 2018).

D'altro canto, l'applicazione di tale normativa finirebbe per gravare il richiedente (che ben potrebbe essere anche una persona fisica e persino un consumatore) di stringenti obblighi di *disclosure* e *compliance* (con correlate responsabilità), senza introdurre alcuna forma di tutela in suo favore (quale il diritto ad essere informato, in maniera completa, chiara e non ingannevole, sulle condizioni contrattuali praticate dalle piattaforme, sui rischi e le conseguenze derivanti dall'inadempimento, ecc.) (Macchiavello 2018, pp. 84-85; Macchiavello 2015b, pp. 268 ss.).

Prodotti finanziari e marketplace lending. La disciplina italiana in materia di offerta a distanza di prodotti finanziari: valutazione della congruità

La qualificazione delle posizioni contrattuali dei *crowd-investor* alla stregua di prodotti finanziari (come pure di strumenti finanziari) e della pubblicazione su internet come offerta al pubblico conduce, per quanto riguarda l'Italia, a interrogarsi anche sull'applicazione della normativa, esclusivamente nazionale, in materia di offerta a distanza¹⁸⁵ di strumenti finanziari, servizi e attività di investimento e prodotti finanziari e relativa riserva di attività (artt. 32 t.u.f. e 79 ss. previgente regol. intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007 e artt. 125 ss. nuovo regol. intermediari n. 20307 del 15 febbraio 2018).

Tale disciplina, benché dibattuta e soggetta ad interpretazioni non univoche, sembra permettere solo a banche, imprese di investimento ed intermediari finanziari non bancari (ora art. 106 t.u.b.) e SGR di procedere alla promozione¹⁸⁶ ed al collocamento¹⁸⁷ a distanza di strumenti finanziari, attività e servizi di investimento¹⁸⁸, e, secondo un'interpretazione ampia, anche di prodotti finanziari¹⁸⁹, sia propri che altrui, quando non rivolti esclusivamente ad investitori professionali.

185 Per offerta a distanza s'intende l'offerta attraverso «tecniche di contatto con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato». Nell'offerta a distanza viene fatta rientrare anche l'offerta tramite internet, oltre che via posta elettronica: cfr. Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999; Comporti (1999), p. 576; Enriques (2003); Lener (2001).

186 Anche quindi con riferimento alle attività preliminari finalizzate alla conclusione del contratto: (con riferimento all'art. 30 in materia di offerta fuori sede), Chieppa Maggi (2002), p. 267; Costi e Enriques (2004), p. 58; Pagnoni (1998), p. 323; Parrella (2012), pp. 489-490; Rabitti Bedogni (1997), pp. 199-200.

187 Qui inteso nel senso atecnico di distribuzione: Enriques 2003, pp. 34-35; Costi e Enriques 2004, p. 58

188 Mentre è pacifico che per offrire strumenti finanziari altrui e servizi di investimento altrui serva l'autorizzazione a prestare il servizio di collocamento e che per promuovere e collocare propri servizi di investimento sia sufficiente l'autorizzazione ad offrire quei servizi di investimento, è dibattuta la questione se l'art. 32 t.u.f. richieda anche

Gli emittenti sarebbero perciò "liberi" di offrire direttamente propri strumenti e prodotti finanziari solo presso la propria sede e senza mezzi di comunicazione a distanza, altrimenti incappando in una riserva di attività (cfr. Comunicazione Consob del 28 luglio 2000, n. DIN/58349; Comunicazione Consob del 1 marzo 1994 n. SGE/RM/94002319; Comporti 1999, p. 551; Carozzi e Schiavelli, p. 1168; Costi e Enriques, pp. 242-243; Mosca 2016, pp. 667 ss. e 677; Renzulli 2011, p. 260). La giustificazione di tale disciplina speciale e riserva di attività viene ricondotta all'esigenza di proteggere l'investitore che potrebbe rimanere sorpreso dall'offerta non effettuata presso la sede dell'intermediario, con il quale potrebbe avere difficoltà ad interagire proprio a causa dell'impiego di tecniche di comunicazione a distanza, nonché risultare attratto dalla facilità di aderire alla stessa senza coglierne le conseguenze (Comporti 2003, p. 59; Carbonetti 2001; Parrella 2000, pp. 67-68).

L'interpretazione ampia della normativa in questione (che include nella riserva l'offerta a distanza di prodotti finanziari, oltre che di strumenti finanziari e servizi di investimento) pare contraddetta da recenti pronunce della Consob, le quali hanno sospeso e sanzionato ex art. 32 solo l'offerta di servizi di investimento su strumenti finanziari via internet e non tutte le offerte di prodotti finanziari attraverso tale canale (colpite invece solo ex art. 94 t.u.f.¹⁹⁰). Tuttavia, se si optasse per l'interpretazione ampia della normativa (o per la qualificazione delle posizioni contrattuali dei *crowd-investor* in termini di strumenti finanziari) e si considerassero i

l'autorizzazione come banca e impresa d'investimento per la promozione ed il collocamento di strumenti finanziari propri (attività che altrimenti non sarebbero coperte da riserve di attività e soggette solo alla normativa prospetto – ed eventualmente *equity crowdfunding*; peraltro, solo quando emessi da banche ed imprese di investimento, l'attività costituirebbe, ex art. 1, comma 1 n. 5-*speties*.1, t.u.f. come modificato dal recepimento della *MiFID II*, servizio di esecuzione ordini). Cfr. Mosca (2016), p. 677 (l'offerta al pubblico di propri strumenti finanziari sarebbe libera solo se effettuata presso la propria sede mentre sarebbe coperta dalla riserva ex art. 32 TUF quando svolta con tecniche di comunicazione di massa); Annunziata (2017), pp. 199-200.

- 189 I prodotti finanziari vengono menzionati solo dall'art. 32, comma 2, t.u.f. e art. 79 (ora 125), comma 1, regol. intermediari (previgente), mentre non compaiono, accanto ai servizi ed attività di investimento, nella rubrica dell'art. 32 t.u.f. (dove si parla invece dei soli strumenti finanziari) o nel comma 5 dell'art. 79 regol. intermediari (previgente) a proposito dell'auto-collocamento. Il comma 9 dell'art. 30 (in materia di offerta a distanza, della quale talvolta l'offerta a distanza è ritenuta fattispecie speciale), più volte modificato nel corso degli anni, estendeva espressamente il suo campo di applicazione ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari e sembrava quindi legittimare l'interpretazione estensiva anche per l'offerta a distanza. Tuttavia, l'attuale formulazione del medesimo comma («*Il presente articolo si applica anche ai depositi strutturati e ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari emessi da banche*») potrebbe invece essere interpretato in senso opposto. Un'interpretazione più ristretta (sostenuta dalla collocazione sistematica della norma e dalla necessità di una riserva espressa nella norma primaria) attribuisce, infatti, alla disciplina in questione la funzione di precisare l'applicabilità, anche in caso di offerta a distanza, delle riserve già esistenti (per cui per l'offerta di servizi propri è sufficiente l'autorizzazione ad effettuare quei servizi mentre per l'offerta di strumenti e servizi altrui è necessaria l'autorizzazione a svolgere il servizio di collocamento) – o, al massimo, di introdurre la riserva per offrire a distanza propri prodotti finanziari, – e di ribadire, anche in tale contesto, l'applicabilità delle regole di condotta in materia di servizi di investimento (e, anche con riferimento all'art. 30, comma 9, t.u.f., estendere tali regole di condotta anche in caso di offerta di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari solo quando offerti da intermediari autorizzati). Sul tema cfr. Enriques (2003), pp. 30-31, 34; Costi e Enriques (2004), 52, 177, 242-242 (con riferimento al previgente art. 72 reg. intermediari); Annunziata (2017), p. 199; Negro (2001); Mosca (2016), p. 677; Parella (2000), pp. 39, 53; Parella (2012), pp. 489-490; Gentili (1998), p. 346; Sammarco (1999); Ntuk (2003); Bonzanini (1999); Salerno (2003).
- 190 Le delibere Consob *supra* menzionate a proposito della nozione di prodotto finanziario e offerte di *token* e cripto-valute si limitano infatti a contestare la sola violazione della disciplina in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari (omissione del prospetto informativo) e non di quella in materia di offerta a distanza ex art. 32 t.u.f.. Quest'ultima è stata invece contestata in presenza di siti internet che offrano la prestazione di servizi di *brokeraggio/trading online* o via app su derivati, mercato monetario, quote di fondi (oltre che su cripto-valute) e quindi di servizi di investimento su strumenti finanziari, dando così ad intendere di sposare l'interpretazione ristretta di cui sopra. Cfr. Delibere Consob n. 20909 e 20908 del 2 maggio 2019 (collegate alle delibere – di contestazione ex art. 18 t.u.f. – n. 20907 del 2 maggio 2019, nn. 20834 e 20835 del 27 febbraio 2019).

prodotti finanziari come emessi dalle piattaforme - e quindi l'offerta fosse qualificabile come di prodotti propri (ai sensi dell'art. 32, comma 2, t.u.f. e 79, comma 5, previgente regol. intermediari, ora art. 125, comma 4, nuovo regol. intermediari) -, tale disciplina risulterebbe applicabile al *marketplace lending*. Di conseguenza, le piattaforme necessiterebbero di un'autorizzazione come imprese di investimento o banche (né potrebbero valersi di quella come intermediari ex art. 106 t.u.b. autorizzati a prestare solo il servizio di negoziazione su strumenti finanziari derivati)¹⁹¹.

Ne discenderebbe, in via ulteriore, l'assoggettamento delle piattaforme alle regole di condotta previste per i servizi di investimento contenute nel libro III del regolamento intermediari (ex art. 81 del previgente regol. interm. ora art. 127 nuovo regol. intermediari) e anche alle regole in materia di procedure interne, reclami, gestione dei conflitti di interesse e conservazione delle registrazioni (libro IV del nuovo regol. intermediari: cfr. art. 127 nuovo regol. intermediari).

Qualora, invece, si considerassero emittenti i *crowd-borrower* - al di là della difficoltà concettuale e giuridica di tale qualificazione specie nel caso in cui i richiedenti siano persone fisiche e specialmente consumatori¹⁹² - e le piattaforme agissero come collocatori di prodotti altrui, queste ultime dovrebbero comunque assumere la veste di imprese di investimento o di intermediari ex art. 106 t.u.b. autorizzati ad effettuare il servizio di collocamento.

Di conseguenza, anche in questo caso si renderebbero applicabili le regole di condotta in materia di servizi investimento (art. 81 previgente regol. intermediari; ora, art. 127 nuovo regol. intermediari).

In conclusione, l'applicazione della disciplina in questione non solo presenta notevoli difficoltà interpretativo-applicative (con riferimento, ad esempio, alla qualificazione dei contratti di mutuo come strumenti finanziari o alla necessità di interpretare in modo particolarmente ampio l'art. 32 t.u.f. e alla possibile violazione di riserve da parte delle piattaforme e/o dei *crowd-borrower*), ma potrebbe anche non risultare ottimale per la fattispecie in esame, comportando la necessità di un'autorizzazione come impresa d'investimento e l'applicazione della relativa disciplina senza adattamenti, conseguenza questa che appare al momento inadeguata, come si è già evidenziato *supra*.

191 Questo salvo che non si interpreti l'omissione dei prodotti finanziari, accanto ai servizi e attività di investimento, dal comma 5 dell'art. 79 del previgente regol. intermediari (e ora comma 4 dell'art. 125 del nuovo regol. intermediari) nel senso di non ritenere coperte da riserva le attività di promozione e collocamento di prodotti finanziari propri.

192 L'offerta di propri prodotti finanziari da parte dei *crowd-borrower* comporterebbe di per sé, sempre secondo l'interpretazione ampia, una violazione della già descritta riserva a favore di imprese di investimento ed intermediari ex art. 106 t.u.b. in materia di offerta al pubblico di prodotti propri contenuta nell'art. 32 t.u.f. e normativa secondaria di attuazione. I ricevuti del prestito non violerebbero infatti tale riserva solo qualora s'interpretasse letteralmente l'art. 79, comma 5 (ora art. 125, comma 4) regol. intermediari che sembra omettere il riferimento ai propri "prodotti finanziari" (accanto ai - invece indicati - propri servizi e attività d'investimento) tra le attività coperte da riserva oppure interpretando evolutivamente l'art. 32 t.u.f. in modo che l'autorizzazione sia richiesta solo in caso di promozione e collocamento condotti in maniera non occasionale, organizzata (in forma di impresa) o addirittura professionale. Per una più approfondita discussione delle specifiche problematiche connesse a questa qualificazione, mi permetto di rinviare a Macchiavello (2018a).

7.5 Alcune prime riflessioni di *policy*

Alla luce delle sin qui descritte difficoltà insite nel ricondurre, in maniera coerente rispetto ai rischi ed alle esigenze sottostanti, il *marketplace lending* alle normative vigenti, il fenomeno in discorso ben può dirsi un banco di prova per la tenuta della consolidata e tradizionale regolazione del sistema bancario-finanziario, potendo costituire l'occasione per un "cambio di rotta". Il fraporsi, tra il bisogno di investire liquidità del *crowd-investor* e il bisogno di finanziamento del *crowd-borrower*, di piattaforme, che svolgono attività organizzata e professionale e con modalità tali da conformare le scelte dei partecipanti, richiede, infatti, una strategia regolatoria nuova, assimilabile, negli aspetti essenziali, a quelle esistenti nel settore tradizionale ma proporzionata alle funzioni economiche in concreto svolte e ai rischi effettivamente assunti dalle piattaforme e da queste trasferiti agli investitori ed ai prenditori.

Una totale equiparazione, sotto il profilo regolatorio, delle piattaforme agli intermediari finanziari tradizionali sembra invece porsi in contrasto con l'obiettivo di inclusione finanziaria e di promozione dell'innovazione (impedendo lo sviluppo del settore ed il realizzarsi degli effetti positivi ad esso riconducibili). Non occorre dimenticare, peraltro, che se la stringente disciplina applicabile al settore finanziario è giustificata dall'esigenza di mantenere stabilità e fiducia nel sistema (e quindi, in linea teorica, permette semplificazioni per le realtà più piccole, semplici e senza rilevanza sistemica appartenenti al settore tradizionale, come riconosciuto nel pacchetto *CRD V/CRR II* in cantiere a livello europeo), essa non esclude la presenza di zone di finanza alternativa. Di zone volte cioè a perseguire obiettivi non raggiungibili con la finanza tradizionale e che meritano di giovare di semplificazioni normative, purché si tratti di ambiti chiaramente separati dal settore tradizionale e siano presenti avvertimenti e tutele per gli investitori che vi si accostano. In quest'ottica, peraltro, un troppo elevato grado di assimilazione normativa tra settore finanziario tradizionale ed alternativo potrebbe generare un maggior livello di rischio sistemico per la diffusione della sfiducia nel primo a causa di eventuali problemi nel secondo.

In conclusione, con riferimento al *marketplace lending* si ritiene opportuna l'introduzione di una disciplina *ad hoc* (per una serie di ragioni e con le caratteristiche che saranno illustrate più avanti: cfr. § 12) incentrata su obblighi di condotta, trasparenza (più che regole prudenziali) e organizzativi, graduati in base alla specifica attività svolta e relativa complessità. Tuttavia, si ritiene particolarmente importante che la medesima venga adottata nel quadro di un generale ripensamento dell'attuale quadro di regolazione finanziaria che vada verso un approccio più funzionale, proporzionale e graduale ("*tiered*") in grado di risolvere alcuni fenomeni di *over-regulation* anche con riferimento al settore tradizionale e meglio accogliere anche alcuni fenomeni riconducibili all'universo *FinTech* (Macchiavello 2019). In particolare, nell'ottica di semplificazione del quadro normativo e di superamento dell'approccio regolatorio marcatamente settoriale, sarebbe auspicabile, lo si ripete, un ripensamento dell'attuale regolazione finanziaria con un ulteriore sforzo in chiave *cross-sectoral* nel segno della definizione di standard minimi di condotta e trasparenza (anche attraverso format semplificati, sul modello *KID*) applicabili ai

soggetti coinvolti in tutte le operazioni di investimento indipendentemente dalla tipologia di prodotti e contratti che ne costituiscono l'oggetto e dallo *status* giuridico (v. *supra*; Macchiavello 2018a e 2019).

8 Oltre le riserve di attività. Altre discipline potenzialmente applicabili alle piattaforme

R. Ferretti

8.1 *Status* regolamentare delle piattaforme e discipline di tutela della clientela applicabili

La molteplicità delle discipline astrattamente applicabili alle piattaforme di *marketplace lending* evidenziata nel precedente § 7 si riflette nella molteplicità degli *status* regolamentari concretamente adottati dalle stesse.

Tale conclusione è confermata dall'analisi di quelle che operano nel nostro Paese censite dall'Osservatorio *CrowdFunding* del Politecnico di Milano nel 3° *Report italiano sul CrowdInvesting* (Osservatorio CrowdFunding - Politecnico di Milano (2018)).

Infatti, delle cinque *business-based* considerate dal *Report*:

- a) una è gestita da un istituto di pagamento (IP) iscritto all'Albo di cui all'art. 114-*septies* t.u.b. e appartenente ad un gruppo al quale appartiene anche una SGR, iscritta all'Albo di cui all'art. 35, comma 1, t.u.f. e autorizzata a gestire fondi alternativi di investimento riservati; la SGR agisce come *co-lender* sulla piattaforma;
- b) la seconda è gestita da una società spagnola autorizzata come piattaforma di finanziamento partecipativo (o PFP, che include sia attività di *equity crowdfunding*, sia di *crowdlending*) registrata presso l'autorità spagnola di vigilanza dei mercati finanziari (CNMV); come sopra accennato, la società spagnola opera in Italia quale agente di un istituto di pagamento francese attraverso una controllata italiana (Housers RE Italy S.r.l.);
- c) due sono agenti (iscritti nel Registro tenuto dalla *Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution - ACPR*) di un IP autorizzato in Francia;
- d) l'ultima è gestita da una società finanziaria con sede legale nel Regno Unito, vigilata dalla *Financial Conduct Authority (FCA)*.

Delle sei piattaforme *consumer-based* censite dal *Report*, invece:

- a) due sono gestite da IP italiani;
- b) altre due sono gestite da società che operano come agenti rispettivamente di un IP autorizzato in Francia e di un istituto di moneta elettronica (IMEL) autorizzato in Lituania, entrambi iscritti nei rispettivi Registri;

- c) una è amministrata da una società iscritta all'albo degli intermediari finanziari di cui al Titolo V t.u.b., la quale si avvale di un IP per la prestazione di servizi di pagamento;
- d) una, infine, è gestita dalla succursale italiana di una società autorizzata come ente creditizio in Francia e iscritta nell'albo delle banche, di cui all'art. 13 t.u.b.

L'unica piattaforma che finanzia esclusivamente progetti del Terzo Settore è direttamente gestita da una banca italiana¹⁹³.

Una sola piattaforma di *marketplace lending* opera nel settore immobiliare e su base transfrontaliera (essendo attiva anche in Spagna e in Portogallo).

A margine di quanto precede è interessante notare che la pluralità degli *status* regolamentari delle piattaforme si manifesta nell'eterogeneità delle condizioni contrattuali proposte dalle piattaforme stesse alla propria clientela.

Più precisamente, nei casi nei quali le piattaforme hanno assunto lo *status* di istituti di pagamento, il servizio che viene contrattualmente qualificato come "principale" coincide – sia pure con diversi gradi di approssimazione – con l'attività "autorizzata" (cioè, con la prestazione di servizi di pagamento). Gli altri servizi offerti (ad es., la valutazione del merito creditizio o l'intermediazione dei prestiti) sono invece qualificati come "accessori" rispetto all'attività "principale" di cui si è detto. Un'analogia impostazione la si rinviene in tali casi anche nei documenti di trasparenza, i quali sono anch'essi concentrati sulla prestazione dei servizi di pagamento.

Anche le piattaforme che operano in qualità di agenti di IP o IMEL UE propongono condizioni generali di contratto focalizzate sull'accesso alle e sull'utilizzo delle piattaforme stesse. A queste si affiancano di norma le norme contrattuali e i documenti di trasparenza relativi ai servizi di pagamento prestati dall'intermediario UE preponente.

L'unica piattaforma che ha assunto la veste di intermediario finanziario di cui al Titolo V del t.u.b. propone invece a prestatori e richiedenti contratti il cui oggetto è focalizzato sui servizi della piattaforma stessa (ammissione, verifica del merito creditizio, allocazione della provvista, gestione dei rapporti tra le parti del contratto di finanziamento, gestione di incassi e pagamenti, ecc.) ed è integrato dal regolamento che ne governa il funzionamento. Poiché la piattaforma concorre di norma all'erogazione, il prestatario dovrà concludere con la stessa, oltre al contratto di adesione, anche quello di finanziamento. La piattaforma mette inoltre a disposizione sul proprio sito fogli informativi, che, nel caso del prestatore, sono relativi ai soli servizi "di piattaforma", mentre nel caso del finanziato sono integrati dalle condizioni dei prestiti e dalle informazioni europee standardizzate per il credito ai consumatori (SECCI).

¹⁹³ Si segnala, per completezza, che delle cinque piattaforme di *invoice trading*, solo una è iscritta in un albo (quello degli intermediari finanziari di cui al Titolo V del t.u.b.), mentre le altre non hanno uno status regolamentare specifico.

La piattaforma che opera tramite la succursale italiana di un ente creditizio francese mette a disposizione sul proprio sito le SECCI, ma non le condizioni contrattuali. È importante notare che la sezione del sito internet di questa piattaforma relativa ai prestatori è riservata ad investitori professionali ed è accessibile solo previo accertamento di tale qualifica. La piattaforma non raccoglie, quindi, offerte di finanziamenti che provengano da privati.

Quella gestita da un ente finanziario del Regno Unito offre di individuare e intermediare il finanziamento più adatto alle esigenze dell'impresa richiedente, ma non raccoglie fondi presso soggetti privati. La piattaforma pubblica sul proprio sito le condizioni generali che regolano il servizio, ma non i documenti di trasparenza dei potenziali finanziatori.

La piattaforma riferibile da una banca italiana mette invece a disposizione documenti informativi sul proprio funzionamento rivolti ai finanziatori e rimanda il sito della banca per quanto riguarda i documenti contrattuali e di trasparenza relativi ai finanziamenti (co)erogati da quest'ultima. Questa impostazione è coerente con il *business model* della piattaforma, il quale prevede che i finanziatori privati possano solo concorrere alla costituzione della provvista dei finanziamenti erogati dalla banca.

L'eterogeneità dei contratti e dei documenti di trasparenza e, più in generale, di carattere informativo che si è testé rappresentata, fa sì che i servizi offerti dalle piattaforme e le relative condizioni economiche e giuridiche non siano facilmente confrontabili tra di loro, rendendo altrettanto complessa la scelta di chi ad una piattaforma intenda aderire. Pare, inoltre, degno di nota che tale eterogeneità sia solo in parte giustificata dalla quella dei servizi offerti, i quali risultano invece abbastanza standardizzati, come ampiamente visto nei §§ 4 e 6.

Le considerazioni e che precedono e quelle svolte nel precedente § 7 rendono evidente l'inadeguatezza delle ormai troppo numerose normative europee e nazionali, generali e "speciali" di tutela della clientela nel settore finanziario (trasparenza bancaria, credito ai consumatori, servizi di pagamento, servizi d'investimento, ecc.) a regolare fenomeni economici sempre più diffusi, quali il *marketplace lending*, connotati dal fatto che il prestatore offre contemporaneamente più servizi che ricadono nell'ambito di diverse di tali discipline, spesso a fianco di servizi non regolati.

L'attuale quadro regolamentare, infatti, costringe a "forzare" l'attività delle piattaforme dentro discipline concepite per regolare soggetti che esercitano una sola delle diverse attività svolte dalle piattaforme spesso a titolo accessorio (prestazione di servizi di pagamento o erogazione di finanziamenti). Inoltre, la contemporanea applicazione di diverse normative di trasparenza, ciascuna delle quali pensata come autonoma dalle altre e dalla disciplina generale dei contratti, fa sì che il prestatore di servizi debba fornire al cliente una molteplicità di documenti contrattuali e

informativi diversi, che non possono essere unificati stante l'espresso divieto di modificare il loro contenuto tipizzato e tassativo¹⁹⁴.

Questa molteplicità di documenti eterogenei ostacola non solo la conoscibilità delle condizioni economiche e normative del servizio offerto, ma, prima ancora, la comprensibilità dell'oggetto del servizio stesso. Non pare, pertanto, un caso che quasi tutte le piattaforme esaminate abbiano creato documenti di trasparenza non previsti dalla normativa (ad es., fogli informativi dei servizi "non regolati" o documenti sui "principali diritti dei clienti") o ad integrare quelli dei servizi "regolati" con le condizioni di quelli "non regolati", al fine di dare al cliente un quadro informativo organico, più comprensibile e, quindi, più trasparente.

L'attuale approccio normativo, poi, fa sì che, da un lato, la trasparenza dei servizi attualmente "non regolati" sia rimessa alla discrezionalità della singola piattaforma e, dall'altro, che l'attenzione dei potenziali investitori / finanziatori sia attratta verso i soli profili "regolati" dell'attività della piattaforma a discapito degli altri, benché questi ultimi siano quelli che comportano i maggiori rischi per gli investitori / finanziatori stessi.

Le medesime considerazioni che si sono svolte sopra manifestano quindi l'esigenza di disciplinare in modo organico i requisiti (anche di trasparenza) che devono essere rispettati dalle piattaforme di *marketplace lending* a partire da un'attenta valutazione delle attività *core* che le stesse svolgono (almeno di norma) e dei principali rischi e oneri che tali attività comportano per gli utenti (sia prestatori, che finanziati)¹⁹⁵.

L'emananda disciplina di trasparenza dovrebbe, inoltre, essere adeguatamente coordinata con le altre discipline potenzialmente rilevanti ai fini dell'attività delle piattaforme di *marketplace lending* e, in particolare, di quelle in materia di protezione dei consumatori, di prevenzione del riciclaggio e del finanziamento del terrorismo, di contrasto dell'usura e di protezione dei dati personali, di cui ci si occuperà nei paragrafi che seguono.

8.2 Le discipline consumeristiche: valutazione di congruità rispetto al modello della piattaforma

Un primo blocco di norme nel cui campo di applicazione l'attività delle piattaforme potrebbe ricadere è costituito dalle ormai numerose discipline di provenienza europea in materia di *consumer protection*, le quali si applicano alle attività economiche (anche non finanziarie) svolte in forma professionale nei confronti di consumatori.

194 Si pensi alle informazioni relative alle operazioni di pagamento e ai contratti previste dall'art. 126-*quater* t.u.b. e dalle Disposizioni di trasparenza della Banca d'Italia, Sezione IV, § 4, e alle "informazioni necessarie per consentire il confronto delle diverse offerte di credito [ai consumatori] sul mercato", di cui all'art. 124 t.u.b. e al § 4.2.1. della Sezione VII delle medesime Disposizioni.

195 In questa direzione sembrano andare sia le indicazioni per i regolatori contenute in EBA (2015) e in BIS – FSB (2017), sia la Proposta di regolamento in materia di *crowdfunding*.

Ci si riferisce, più precisamente, alle direttive:

- 2011/83/UE sui diritti dei consumatori (che ha, tra l'altro, sostituito la direttiva 97/7/CE sui contratti a distanza e la direttiva 85/577/CEE sui contratti conclusi fuori da locali commerciali),
- 93/13/CEE sulle clausole abusive nei contratti con i consumatori,
- 2005/29/UE sulle pratiche commerciali scorrette e
- 2013/11/EU sui mezzi alternativi di risoluzione delle controversie.

Sono pure riconducibili all'ambito dei provvedimenti europei in materia di *consumer protection* che interessano in questa sede le seguenti direttive inerenti al settore del credito e dei servizi finanziari:

- la seconda direttiva in materia di credito ai consumatori (2008/48/CE, nota anche come *Consumer Credit Directive* o *CCD*),
- la direttiva sui mutui residenziali ai consumatori (2014/17/UE, nota anche come *Mortgage Credit Directive* o *MCD*) e
- la direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari,

tutte e tre già prese in considerazione nel precedente § 7.2, sia pure nella diversa prospettiva delle discipline applicabili alle attività "riservate".

Pur non essendo questa la sede per una trattazione approfondita della questione dell'applicabilità di tali discipline consumeristiche ai *lending marketplace* e, ancor prima, alle piattaforme *online* in genere¹⁹⁶, non sembra potersi prescindere dall'esame di tale questione, almeno nelle sue grandi linee, data la sua rilevanza; rilevanza che risulta oggi ancor maggiore alla luce della già citata (v. *supra* § 2.3) proposta di direttiva COM(2018) 185 final, volta a creare il quadro normativo del c.d. "*New Deal for Consumers*"¹⁹⁷ e di cui si dirà più ampiamente nel seguito.

Come già si è avuto modo di sottolineare altrove nel presente lavoro (§§ 2.3 e 7.2), l'applicazione delle discipline consumeristiche al *marketplace lending*, così come, più in generale, ai rapporti "intermediati" da una piattaforma *online*, presuppone che uno degli utenti della piattaforma sia qualificabile come "consumatore"¹⁹⁸ e che la sua diretta controparte contrattuale (piattaforma o altro utente) sia qualificabile come "professionista".

196 Per tale trattazione si rinvia al Quaderno della collana *FinTech*, a cura di Palmerini et al., *L'economia dei dati*.

197 Commissione Europea (2018c), Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Council Directive 93/13/EEC of 5 April 1993, Directive 98/6/EC, Directive 2005/29/EC of the European Parliament and of the Council and Directive 2011/83/EU of the European Parliament and of the Council as regards better enforcement and modernization of EU consumer protection rules, (COM(2018) 185 final). L'iter legislativo della proposta di direttiva si trova in stadio avanzato, essendo intervenuto, il 2 aprile 2019, un accordo provvisorio sul relativo testo tra il Parlamento Europeo e il Consiglio (cfr. http://europa.eu/rapid/press-release_IP-19-1755_en.htm).

198 Sia la *CCD* (art. 3, lett. a), sia la *MCD* (art. 4, n.1) definiscono il "consumatore" come "una persona fisica che, nell'ambito delle transazioni disciplinate dalla presente direttiva, agisce per scopi estranei alla sua attività commerciale o professionale".

Questo quadro normativo mal si attaglia, però, all'effettivo atteggiarsi dell'attività delle piattaforme di *marketplace lending*, poiché non è pensato per disciplinare una relazione trilaterale (consumatore-piattaforma-consumatore o consumatore-piattaforma-professionista) quale quella che si crea per effetto dell'interposizione della piattaforma tra *crowd-investor* e *crowd-borrower*.

Partendo dall'esame dei rapporti tra questi ultimi, si deve evidenziare che sono di regola i *crowd-investor* (e non il gestore della piattaforma) a mettere i fondi a disposizione dei *crowd-borrower*. Di conseguenza, se la *CCD* e la *MCD* sono applicabili senza particolari difficoltà qualora – circostanza, questa, poco frequente in Italia – i *crowd-investor* siano banche o altri intermediari finanziari che usano la piattaforma come canale alternativo per lo svolgimento della loro attività (*marketplace lending* B2B o B2C), le normative in questione non possono invece essere *de plano* applicate nell'ipotesi di *marketplace lending* C2C. In tal caso, infatti, i prestatori sono persone fisiche che non agiscono nell'esercizio di un'attività professionale, per cui – fatte salve differenti scelte adottate dai legislatori nazionali in sede sia di recepimento delle sopra citate direttive, sia di adeguamento del diritto dei contratti (Busch, C. et al. 2016; Wendehorst 2016) – le discipline in discorso sono, almeno in linea teorica, inapplicabili.

Sotto questo profilo, va peraltro evidenziato che la Commissione europea ha – discutibilmente – scelto di escludere i *lending marketplace consumer based* dall'ambito di applicazione della Proposta di regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese presentata l'8 marzo 2018 (Commissione Europea 2018d), sembrando dare per scontata l'applicabilità alle piattaforme della *CCD* e della *MCD*. In questi termini si esprime, infatti, il Considerando n. 8 della Proposta (e la Relazione di accompagnamento), secondo cui "i prestiti al consumo [...] rientrano parzialmente nell'ambito di normative UE già esistenti, e più precisamente: 1) nel caso di un consumatore che riceve un prestito per consumo personale e opera al di fuori del ruolo professionale, l'attività rientra nell'ambito di applicazione della direttiva sul credito al consumo; 2) nel caso di un consumatore che riceve un prestito per l'acquisto di un bene immobile, l'attività rientra nell'ambito della direttiva sul credito ipotecario".

Sia la scelta normativa, sia la sua motivazione, come si è accennato, non convincono del tutto, poiché, da un lato e come meglio si è visto, non è scontato che i prestiti tra consumatori ricadano nell'ambito di applicazione delle sopra richiamate direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE e, dall'altro lato, è certo che queste direttive nulla dicano circa i requisiti informativi e le misure di tutela che devono essere adottate in favore dei *crowd-investor*, partendo le stesse dall'assunto che i finanziamenti siano erogati da un professionista.

Difficoltà analoghe a quelle sopra evidenziate emergono nel momento in cui si voglia verificare l'applicabilità ai rapporti contrattuali tra *crowd-investor* e *crowd-borrower* delle norme generali in materia di protezione dei consumatori, quali quelle relative alle clausole abusive e alle pratiche commerciali scorrette.

Tornando alle discipline europee del settore finanziario, si deve ricordare che la presenza di un prestatore professionale e di un consumatore circoscrive l'ambito di applicazione della direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari, quali i servizi bancari, di pagamento e di investimento.

Avendo, però, l'appena menzionata direttiva un ambito oggettivo di applicazione più esteso rispetto alla CCD e alla MCD, essa dev'essere rispettata ogniqualvolta un *lending marketplace* offra, nel contesto di una relazione contrattuale diretta con i suoi utenti consumatori, un servizio riconducibile a quelli disciplinati dalla direttiva stessa. Tale conclusione vale, ad esempio, con riguardo ai servizi di pagamento resi da piattaforme che hanno assunto lo *status* regolamentare di IP, così come varrebbe nell'ipotesi in cui l'attività delle piattaforme potesse essere qualificata alla stregua di prestazione di un servizio di investimento. Qualora esercitino attività che ricadono nell'ambito di applicazione della direttiva 2002/65/CE, le piattaforme sono tenute ad osservare gli obblighi di informazione precontrattuale previsti dalla direttiva stessa, relativi, tra l'altro, alle caratteristiche e al costo del servizio offerto, e ad adeguare alla direttiva in questione le loro condizioni contrattuali, con particolare riferimento alla durata del rapporto, al diritto di ripensamento del consumatore entro 14 giorni dalla conclusione del contratto, ai reclami e ai mezzi alternativi di risoluzione delle controversie e alla legge applicabile.

Ancora con riguardo alle relazioni contrattuali intercorrenti tra piattaforme e utenti, va poi considerato che, essendo le prime operatori professionali, ad esse si applicano le sopra richiamate discipline consumeristiche di portata generale (clausole abusive, pratiche commerciali scorrette, etc.) ogniqualvolta gli utenti siano consumatori; e ciò a prescindere dalla natura finanziaria o meno del servizio prestato. Ad esempio, tali discipline si applicano ai servizi informativi, di *scoring/ranking* e a quelli di gestione dei rapporti contrattuali tra *crowd-investor* e *crowd-borrower* instauratisi con il finanziamento, incluso l'eventuale recupero crediti, prestati dalle piattaforme in favore dei loro clienti consumatori.

La difficoltà nell'applicare discipline che presuppongono l'esistenza di un utente consumatore e di un prestatore professionale non la si rinviene, peraltro, solo con riferimento ai *lending marketplace* ma è comune a tutti i nuovi fenomeni, riconducibili alla *sharing economy*, caratterizzati dalla presenza di piattaforme (cfr. *supra* §§ 2 e 3). In particolare, essa deriva dalla frammentazione della catena del valore, la quale fa sì che i servizi tradizionalmente offerti al consumatore da un solo soggetto (il professionista) vengano ad articolarsi in più segmenti forniti da soggetti diversi, non tutti necessariamente professionali. L'attuale normativa a protezione del consumatore, concepita per rapporti contrattuali "*bipolar*" (professionista-consumatore), si mostra perciò inadeguata a regolare situazioni triangolari in cui si instaurano rapporti contrattuali sia tra piattaforma e utenti, sia tra gli utenti tra di loro. E infatti alcuni commentatori hanno già proposto l'introduzione di una disciplina *ad hoc* per le piattaforme *online* o, quantomeno, un ripensamento di quella consumeristica attuale che incrementi il livello di trasparenza o che, in alternativa, assegni alla piattaforma un ruolo suo proprio (sul modello della direttiva (UE) 2015/2302 in materia di pacchetti turistici) (Busch et al. 2016).

Del *deficit* di tutela generato dalla diffusione delle piattaforme ha peraltro consapevolezza la Commissione europea, la quale ha presentato l'11 aprile 2018 la sopra richiamata Proposta di direttiva di riassetto delle discipline consumeristiche (Commissione Europea 2018c). Tale proposta, partendo dalla presa d'atto della digitalizzazione dell'economia, mira ad incrementare la trasparenza delle relazioni professionista-consumatore – con riferimento, non solo ai rapporti contrattuali tra tali soggetti, ma anche ai risultati delle ricerche *online* e ai *ranking* – e, più in generale, a garantire, anche con specifico riferimento alle piattaforme digitali, una maggiore protezione degli interessi economici dei consumatori¹⁹⁹. In questo contesto, si introducono alcuni obblighi in capo a tutte le piattaforme online, ivi comprese quindi quelle di *marketplace lending*, destinati ad assicurare un adeguato livello di tutela dei contraenti-consumatori (cfr. anche § 2.3).

In particolare, la Proposta di cui trattasi mira a modificare la direttiva 2011/83/UE sui diritti dei consumatori introducendo ulteriori obblighi informativi a carico degli intermediari che operano *online*, prevedendo, tra l'altro, che essi informino i consumatori in merito ai principali parametri per la determinazione del *ranking* delle offerte, alla circostanza che il contratto proposto all'utente sia concluso con un professionista o un consumatore (circostanza da cui discende l'eventuale applicazione delle discipline consumeristiche) e all'identificazione del professionista (eventualmente terzo) responsabile della garanzia dei diritti del consumatore relativi al contratto (art. 2, par. 4)²⁰⁰.

Inoltre, accogliendo la concezione ormai consolidata per la quale la messa a disposizione dei propri dati personali costituisce spesso il corrispettivo dei servizi resi dal professionista che opera *online* (*data-as-a-currency*), la Proposta mira ad estendere l'ambito di applicazione della direttiva 2011/83/UE e delle relative tutele (quale il diritto di recesso dal contratto nei quattordici giorni dalla sua conclusione; cfr. l'art. 2, punto 1, lett. d), della Proposta) viene esteso anche ai servizi digitali "gratuiti", ovvero fruibili senza compenso monetario, ma dietro l'autorizzazione al trattamento dei dati personali dell'utente (circostanza frequente con riferimento, ad esempio, ai servizi di archiviazione *cloud*, di *social media* e di *account e-mail*).

Con riguardo invece alla Direttiva n. 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori, la Proposta richiede, tra l'altro, di informare il consumatore in merito ai principali parametri che determinano la classificazione dei risultati delle ricerche *online* e di comunicare chiaramente quali risultati delle ricerche e/o *ranking* siano basati solo sulla pertinenza alle loro richieste e quali siano invece condizionati dal versamento di un compenso a favore del gestore della piattaforma (c.d., *paid inclusion* e *paid placement*; cfr. art. 1, punto 6, della Proposta).

Così descritti, sia pure in estrema sintesi, i termini dell'evoluzione dello scenario normativo di *consumer protection* che si va compiendo in questi mesi in sede

199 Commissione Europea (2018c), p. 2.

200 Tali requisiti rispecchiano i risultati e le indicazioni di uno studio commissionato dalla Commissione Europea in materia di trasparenza sulle piattaforme *online* e *behavioral science*: Lupiañez-Villanueva et al. (2018).

europea, sia consentito chiudere con un paio di riflessioni che, pur essendo di tratto generale, ci sembrano particolarmente calzanti per il fenomeno del *marketplace lending* qui in esame.

Il primo rilievo ha a che fare con la circostanza che, nel "modello piattaforma", le relazioni contrattuali, pur formalmente intercorrenti fra utenti, sono sempre costruite dal gestore della piattaforma: è dunque un operatore professionale, nell'esercizio della propria attività d'impresa, a predisporre unilateralmente le condizioni regolamentari ed economiche delle relazioni che intercorrono tra la piattaforma stessa e gli utenti e tra questi ultimi tra di loro e ad occuparsi, una volta concluso il contratto che lega gli utenti stessi, della gestione della fase esecutiva. Anche in tale modello sussistono, quindi, esigenze di tutela analoghe a quelle che stanno alla base di tutte le discipline consumeristiche sopra richiamate, essendo queste ultime state ideate per tutelare i consumatori nel quadro di relazioni contrattuali gestite professionalmente ed in maniera standardizzata²⁰¹.

Questa stessa considerazione vale anche con riferimento al *marketplace lending*, ove la concreta configurazione relazioni contrattuali fra *crowd-borrower* e *crowd-investor* dà luogo – per effetto dell'interposizione della piattaforma – ad esigenze di tutela analoghe a quelle che stanno alla base sia delle normative consumeristiche generali, sia della *CCD* e della *MCD* (queste ultime con specifico riferimento alla protezione dei *crowd-borrower*), in tutti i casi nei quali gli utenti interessati siano consumatori.

In quest'ultima prospettiva, merita evidenziare come alcuni Stati membri, in fase di recepimento della *CCD*, hanno voluto ampliare il campo di applicazione della medesima ricomprendendovi l'intermediazione di finanziamenti concessi da terzi (Olanda) (cfr. Gajda 2017, p. 464), come pure l'erogazione di credito alle micro-imprese (Regno Unito)²⁰². Altri Stati europei hanno raggiunto, invece, un risultato analogo grazie all'introduzione di normative speciali in materia di *marketplace lending*, che estendono (in tutto o in parte) l'applicazione della normativa sul credito ai consumatori ai finanziamenti erogati tramite le piattaforme, talvolta anche nel caso in cui il richiedente non sia un consumatore (cfr. *infra* § 10).

201 In questa prospettiva, è opportuno ricordare che una corte finlandese ha in passato sollevato davanti alla Corte di Giustizia CE una questione pregiudiziale ex art. 267 TFUE (caso *TrustBuddy AB v Lauri Pihlajaniemi*, C-311/15, domande del 23 giugno 2015). Più in dettaglio, veniva chiesto se l'art. 3(b) *CCD* fosse da interpretarsi nel senso di qualificare come "creditore" ai sensi della medesima direttiva una piattaforma di P2P che commercializzava via internet prestiti tra consumatori mantenendo la prerogativa, di norma spettante al creditore, di fissare termini e condizioni del contratto di credito, ma non erogando direttamente i fondi (che provenivano da privati ed erano segregati rispetto a quelli della piattaforma medesima). La Corte di Giustizia non ha avuto modo, però, di pronunciarsi sulla questione, dal momento che la corte finlandese ha ritirato la domanda pregiudiziale il 16 ottobre 2015 e, di conseguenza, il caso è stato cancellato dal registro (Order of the President of the Court of 23 October 2015, *TrustBuddy AB v Lauri Pihlajaniemi* - Request for a preliminary ruling from the Korkein oikeus - Removal from the register, Case C-311/15, ECLI:EU:C:2015:759). Cfr. Busch, C. et al. (2016), p. 6; Wendehorst (2016), p. 32.

202 Più precisamente, la disciplina del Regno Unito in materia si applica agli *individual*, categoria che comprende, non solo i consumatori, ma anche alcune tipologie di piccoli imprenditori (cfr. *FCA Handbook*, CONC 3.7A, 4.3, 7.17, 7.18, 11.2, 8.10), cioè gli imprenditori individuali, le *partnership* di due o tre persone e certe *unincorporated associations* che prendano in prestito per scopi imprenditoriali una somma inferiore a £25,000 (FCA 2014b, p. 65).

Più in dettaglio, la normativa spagnola considera le piattaforme in questione come intermediari finanziari ai fini dell'applicazione della disciplina in materia di credito ai consumatori qualora i richiedenti siano consumatori, ma assoggetta le piattaforme stesse ad un regime semplificato, che comporta obblighi informativi precontrattuali e l'obbligo di avvertire i richiedenti in merito ai rischi di indebitamento eccessivo ed al carattere vincolante dell'offerta²⁰³. Anche il Regno Unito ha esteso ai gestori di piattaforme di *P2P lending* alcuni obblighi previsti dalla normativa in materia di credito ai consumatori (tra i quali, quelli di informazione precontrattuale, di *advice referral*, di verifica del merito creditizio, di avviso al prestatario in caso di ritardi di pagamento e di avvertimento in caso di concessione di ipoteca sulla casa) e il diritto di ripensamento del finanziato quando quest'ultimo appartenga alla categoria degli *individual* sopra citata.

In altri Paesi, si è preferito, invece, creare una disciplina speciale di tutela dei richiedenti, diversa da quella in materia di credito ai consumatori.

È questo il caso della Francia, dove, peraltro, attraverso le piattaforme possono essere erogati ai consumatori solo prestiti per l'istruzione (cfr. ancora § 10). In questo caso, la piattaforma è tenuta a: 1) pubblicare sul proprio sito il contratto quadro contenente le caratteristiche ed i costi dell'operazione (inclusi tasso, spese, durata, modalità di rimborso, tabella di ammortamento e altre condizioni; cfr. art. R. 548-6 *CMF*); 2) fornire al richiedente in sede precontrattuale una serie di indicazioni specifiche su somma messa a disposizione, durata del prestito, tasso di interesse, modalità e tempistiche del rimborso, remunerazione della piattaforma (anche espressa in percentuale del prestito), rischi di indebitamento eccessivo e conseguenze derivanti dal mancato rimborso, responsabilità e ruoli delle diverse parti coinvolte anche in caso di inadempimento (cfr. art. R. 548-7 *CMF*).

8.3 Alcune considerazioni di *policy* sulle discipline di tutela della clientela

A conclusione dell'analisi svolta nel § 7 e nei precedenti §§ 8.1 e 8.2, pare possibile affermare che, al fine di assicurare un adeguato livello di tutela degli utenti delle piattaforme di *marketplace lending*, sia necessario abbandonare l'impostazione tradizionale della normativa europea di trasparenza dei servizi bancari, finanziari e di pagamento e adottare invece un approccio trasversale, organico e basato su un'attenta valutazione dei servizi offerti dalle piattaforme stesse e dei rischi finanziari e operativi e degli oneri economici che tali attività comportano per gli utenti.

In questa prospettiva, si dovrebbe valutare l'opportunità di superare l'altrettanto tradizionale distinzione tra utenti consumatori e non consumatori, mettendo l'accento, per quanto concerne i *crowd-lender*, sulla verifica preventiva del loro livello di conoscenza e di esperienza in materia di impiego della liquidità e della coerenza tra l'impiego prescelto e la consistenza del loro patrimonio, la loro propensione al rischio, le loro aspettative di rendimento e il loro orizzonte temporale e, per quanto riguarda i *crowd-borrower*, su meccanismi volti ad assicurare la sostenibilità del prestito e ad evitare fenomeni di sovra-indebitamento.

203 Cfr. artt. 86 e 87 della *Ley de fomento de la financiación empresarial*, n. 5 del 28 aprile 2015. Per un commento della legge in questione, si rinvia a Zunzunegui (2015), pp. 17-18.

L'emananda disciplina, inoltre, dovrebbe avere lo scopo di mettere a disposizione di tutti gli utenti delle piattaforme informazioni "sintetiche", in modo da ridurre i costi di *compliance* sopportati dagli operatori e offrire ai clienti strumenti informativi maggiormente comprensibili ed efficaci. Il regolamento PRIIPs²⁰⁴ potrebbe costituire il modello dal quale muovere per compiere questo esercizio (cfr. Macchiavello 2018a).

Essendo questa riforma organica difficilmente attuabile, quantomeno nel medio periodo, si deve comunque pensare ad un adattamento delle diverse discipline di trasparenza di cui si è detto all'attività delle piattaforme di *marketplace lending*, in modo da consentire a queste ultime di raggruppare tutte le informazioni rilevanti per i propri clienti in documenti sintetici, assicurare un'adeguata informativa sull'oggetto, sulle caratteristiche e sui rischi del servizio e, attraverso standard applicabili all'intero settore, la comparabilità delle condizioni offerte.

In questa direzione sembra andare la Proposta di regolamento (Commissione Europea 2018d). Tale proposta, infatti, prevede disposizioni che regolano le modalità con le quali devono essere presentate le informazioni comunicate dai gestori delle piattaforme di *crowdfunding* sia *equity* che *lending based* ai loro clienti e potenziali clienti (art. 14), la forma e i contenuti della "scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento" (art. 16) e le "comunicazioni di marketing" (art. 19 e 20). Desta, invece, più di una perplessità il fatto che la Proposta di regolamento prenda in considerazione solo alle piattaforme *business-based* e non anche quelle *consumer-based* (come già segnalato *supra* nel § 8.2).

Pare infine opportuno evidenziare – partendo da quest'ultimo spunto – la necessità che l'emananda disciplina in materia di *marketplace lending* affronti espressamente questo aspetto e chiarisca se le discipline di trasparenza relative ai servizi finanziari ai consumatori (e, in particolare, quella in materia di credito e di commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori) si applicano o meno e, se sì, in che misura, ai contratti di finanziamento tra privati intermediati dalle piattaforme, ovviamente nei casi in cui il *crowd-investor*, il *crowd-borrower*, o almeno uno di loro, sia un consumatore.

Lascerebbe propendere per la soluzione negativa la considerazione ricordata sopra che i contratti in questione sono conclusi tra due soggetti che rivestono entrambi la qualifica di consumatore, nessuno dei quali esercita a titolo professionale un'attività finanziaria, né ha, almeno in linea di principio, un potere contrattuale maggiore dall'altro.

D'altro canto, non si può dimenticare che, come visto sopra, nella realtà dei fatti l'operazione di finanziamento è interamente strutturata dalla piattaforma, la quale ne determina tutte le condizioni, con l'unica eccezione del tasso d'interesse. Analogamente, è la piattaforma a concludere il contratto di finanziamento in qualità di mandataria con rappresentanza delle due parti "sostanziali" ed è la piattaforma a

204 Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

curare l'informativa in favore del *crowd-borrower* nella fase precontrattuale, così come la gestione del rapporto nella sua fase esecutiva, anche patologica. In questa prospettiva, pare legittimo il quesito se tale contratto non debba essere considerato – almeno ai fini che qui interessano – come concluso tra un professionista e un consumatore (il *crowd-borrower*) con conseguente estensione dell'applicazione di almeno alcune delle norme di tutela previste dalle discipline consumeristiche sopra ricordate.

Inoltre e come sopra accennato, l'emananda normativa dovrebbe disciplinare, rendendola obbligatoria, la verifica della conoscenza e dell'esperienza dei *crowd-investor*, nonché dell'adeguatezza dell'investimento in tutti i casi nei quali le piattaforme forniscano servizi in senso lato consulenziali o allochino addirittura in modo più o meno discrezionale la provvista messa ai disposizione dai medesimi *crowd-investor*. In questo senso va certamente la Proposta di regolamento.

Infine, dovrebbero essere regolati soggetti abilitati a fornire la valutazione del merito creditizio dei richiedenti e/o dei progetti da finanziare, precisando se tali soggetti possano coincidere con le piattaforme e, in tal caso, quali presidi organizzativi e quali controlli interni le piattaforme debbano adottare per gestire il rischio di conflitto d'interessi derivante dall'esercizio congiunto di tale attività e di quelle di *marketplace*, da un lato, e di gestore della liquidità messa a disposizione dai *crowd-investor*, dall'altro.

In questo contesto, dovrebbero inoltre essere introdotti meccanismi atti ad assicurare, nell'interesse sia dei prestatori / investitori, sia dei richiedenti, il rigore metodologico, la verificabilità e la comparabilità delle valutazioni del merito creditizio pubblicate sulle piattaforme.

8.4 Disciplina antiusura

Passando ad esaminare le discipline diverse da quelle di tutela degli utenti potenzialmente applicabili all'attività delle piattaforme di *marketplace lending*, si deve anzitutto evidenziare che i contratti creditizi stipulati per il tramite della piattaforma di *marketplace lending* soggiacciono alla disciplina antiusura. Tale circostanza è chiaramente desumibile dal tenore testuale dell'art. 644 c.p. che, punendo chi «si fa dare o promettere, sotto qualsiasi forma, per sé o per altri, in corrispettivo di una prestazione di denaro o di altra utilità, interessi o altri vantaggi usurari», definisce per la disciplina usuraria un campo di applicazione generale, in cui sono ricompresi tutti i rapporti di scambio, ivi compresi quelli creditizi che intercorrono tra privati.

Per quanto attiene alla definizione di interesse usurario, viene in rilievo il terzo comma dell'art. 644 c.p., secondo cui «la legge stabilisce il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari». Tale disposizione è integrata, com'è noto, dall'art. 2, commi 1 e 4, l. 108/96. Il primo comma definisce un sistema di rilevazione trimestrale del tasso effettivo globale medio «degli interessi praticati dalle banche e dagli intermediari finanziari». Il quarto comma dispone a sua volta che «il limite

previsto dal terzo comma dell'articolo 644 del codice penale, oltre il quale gli interessi sono sempre usurari, è stabilito nel tasso medio risultante dall'ultima rilevazione pubblicata nella Gazzetta Ufficiale ai sensi del comma 1 relativamente alla categoria di operazioni in cui il credito è compreso, aumentato di un quarto, cui si aggiunge un margine di ulteriori quattro punti percentuali. La differenza tra il limite e il tasso medio non può essere superiore a otto punti percentuali».

Tale sistema di rilevazione trimestrale dei tassi si differenzia in ragione della tipologia di operazione di credito considerata, secondo una classificazione "per categorie omogenee" periodicamente aggiornata dal Ministero dell'economia e delle finanze. Ciascuna categoria di operazioni creditizie ha perciò il proprio tasso effettivo globale medio rilevato e, conseguentemente, il proprio tasso soglia. Ai fini della individuazione dei tassi soglia vigenti tempo per tempo, si tratterà allora di verificare a quale categoria di operazione creditizia, tra quelle ricomprese nel sistema di rilevazione trimestrale dei tassi, sia ascrivibile il rapporto considerato.

Questo esercizio può comportare una certa approssimazione perché tra i tassi effettivi globali medi trimestralmente rilevati dalla Banca d'Italia e pubblicati dal Ministero non figurano quelli dei prestiti concessi da privati mediante le piattaforme.

Le piattaforme non sono tenute alla rilevazione trimestrale di tassi praticati, dal momento che l'obbligo grava unicamente sulle banche e sugli intermediari finanziari di cui al Titolo V t.u.b. (ai sensi del citato art. 2, comma 1, l. n. 108/1996).

A completamento di quanto precede, si deve infine osservare che in altri Paesi europei il campo di applicazione della disciplina antiusura è ridotto: così, ad esempio, nel Regno Unito non vi sono tetti massimi agli interessi applicabili ad eccezione dei prestiti delle *credit unions* e, dal 2015, degli *short-term loans* (cfr. FCA 2014b); in Francia e Portogallo sono previsti limiti massimi ai tassi di interesse solo se il debitore non è un imprenditore (Munzele Maimbo e Henriquez Gallegos 2014).

8.5 Normativa antiriciclaggio e di prevenzione del finanziamento del terrorismo

Nell'attuale contesto normativo italiano, le piattaforme di *marketplace lending* non sono, come tali, soggette alla disciplina antiriciclaggio, non rientrando in alcuna delle categorie di soggetti obbligati a conformarsi a tale disciplina, previste dall'art. 3 del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231 (come modificato dal d.lgs. 25 maggio 2017, n. 90, di recepimento della IV Direttiva Antiriciclaggio - direttiva UE 2015/849 del 20 maggio 2015 - e che ha anticipato alcune delle novità introdotte dalla V Direttiva - direttiva UE 2018/843 -²⁰⁵, in corso di recepimento nel nostro Paese).

Si deve tuttavia segnalare che la scelta del legislatore italiano non è imposta dalla Direttiva, la quale non preclude agli Stati membri la possibilità di estendere

205 Si pensi, ad esempio, all'inclusione tra le entità obbligate ai sensi della normativa i prestatori di servizi di cambio di valute virtuali e di servizi di portafoglio digitale.

l'ambito di applicabilità della normativa antiriciclaggio a «categorie di imprese diverse dai soggetti obbligati di cui all'articolo 2, par. 1, le quali svolgono attività particolarmente suscettibili di essere utilizzate a fini di riciclaggio di denaro o di finanziamento del terrorismo» (art. 4, par. 1).

Avvalendosi di tale opzione nazionale, alcune delle normative speciali nazionali in materia di *crowdfunding* sopra esaminate (cfr. § 10) hanno operato l'estensione di cui trattasi. In particolare, la Francia ha assoggettato le piattaforme alla disciplina antiriciclaggio, mentre Regno Unito, Spagna e Portogallo hanno inserito all'interno delle rispettive discipline sul *crowdfunding* disposizioni che impongono semplicemente un (più o meno) generale obbligo di prevenire il riciclaggio e il finanziamento del terrorismo attraverso misure adeguate.

Tornando ad esaminare la situazione italiana, si deve precisare che la mancata estensione della disciplina di cui si discute alle piattaforme di *marketplace lending* non comporta che le stesse siano esenti dagli obblighi antiriciclaggio, i quali si applicano loro (non in quanto piattaforme, appunto, ma) in quanto soggetti a vario titolo "regolati", in conformità con il rispettivo *status* regolamentare.

Più precisamente, sono sottoposte in modo pieno alla disciplina antiriciclaggio le piattaforme gestite da banche, intermediari finanziari e IP italiani e da succursali di banche e enti finanziari comunitari. È importante sottolineare che gli obblighi antiriciclaggio – a differenza degli obblighi di trasparenza di cui si è detto nel § 7 e nei §§ 8.1 e 8.2 – devono essere osservati da tali soggetti a prescindere dal fatto che essi svolgano un'attività finanziaria "regolata" o meno. Ad esempio, l'obbligo di adeguata verifica della clientela si applica, tra gli altri, in occasione dell'instaurazione di qualsiasi "rapporto continuativo" (art. 17, comma 1, lett. a), del d.lgs. n. 231/2007) e l'obbligo di segnalazione di un'operazione sospetta scatta in tutti i casi nei quali il soggetto obbligato ricavi elementi di sospetto, tra le altre, dalle informazioni conosciute "in ragione delle funzioni esercitate", senza alcuna limitazione (art. 35, comma 1, del d.lgs. n. 231/2007).

Un discorso a parte va fatto per le piattaforme gestite da agenti di IP o IMEL comunitari, perché le stesse non sono direttamente sottoposte alla normativa antiriciclaggio, ma devono conformarsi agli «standard e [alle] pratiche di riferimento, in materia di gestione del rischio di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, adeguata verifica della clientela, conservazione dei documenti e segnalazione di operazioni sospette» individuati, messi a disposizione e aggiornati dagli IP e IMEL preponenti, come previsto dall'art. 43, comma 2, lett. a), del d.lgs. n. 231/2007, come modificato dal d.lgs. n. 90/2017. Gli IP e gli IMEL preponenti sono inoltre tenuti a designare «un punto di contatto centrale in Italia attraverso cui assolvono agli obblighi» antiriciclaggio. Il punto di contatto centrale è responsabile del controllo dell'osservanza degli standard e delle pratiche di cui si è detto sopra da parte degli agenti.

Si può quindi concludere che, pur in assenza di una disciplina *ad hoc*, tutte le piattaforme di *marketplace lending* che attualmente operano in Italia sono sottoposte alla normativa antiriciclaggio a causa del loro *status* regolamentare,

ancorché a titolo diverso e con un diverso livello di coinvolgimento e di responsabilità (anche sul piano sanzionatorio).

Per converso, ove un'ipotetica piattaforma non offrisse alcun servizio finanziario o di pagamento "regolato" (proprio o di terzi) e non fosse pertanto obbligata ad assumere uno *status* regolamentare che ne impone l'assoggettamento alla disciplina antiriciclaggio, essa sarebbe oggi esonerata *tout court* dai relativi obblighi (pur risultando assoggettata agli stessi l'IP partner incaricato di compiere le operazioni di pagamento collegate all'attività di *marketplace lending*).

Le considerazioni che precedono inducono a ritenere che, anche con riferimento ai profili antiriciclaggio, sia necessario un intervento normativo *ad hoc* che assoggetti le piattaforme alla relativa disciplina, sia pure nei limiti richiesti dalla natura e dall'entità dei rischi cui le piattaforme stesse sono esposte, in applicazione del principio di proporzionalità, sancito tanto dall'art. 8, par. 1, della direttiva, quanto dal d.lgs. n. 231/2007 (cfr., tra gli altri, gli artt. 2, comma 2, 14, comma 4 e 16, comma 3).

A completamento di quanto precede, è importante evidenziare che la Proposta di regolamento in materia di ECSP (Commissione Europea 2018d) non mira a mutare il quadro normativo in materia antiriciclaggio con riferimento all'attività delle piattaforme. La Proposta di regolamento, infatti, prevede che, «per rafforzare ulteriormente la stabilità finanziaria prevenendo i rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, la Commissione dovrebbe valutare se è necessario e proporzionato sottoporre i fornitori di servizi di crowdfunding agli obblighi di conformità alle disposizioni nazionali di attuazione della direttiva (UE) 2015/849 in materia di riciclaggio e finanziamento del terrorismo e aggiungerli all'elenco dei soggetti obbligati ai fini della direttiva (UE) 2015/849» (considerando 24).

Coerentemente, l'art. 38 della Proposta di regolamento stabilisce che, 24 mesi dopo l'entrata in vigore del regolamento stesso, la Commissione, previa consultazione dell'ESMA, presenti al Parlamento europeo e al Consiglio una relazione sull'applicazione del provvedimento, corredandola, se del caso, di una nuova proposta legislativa. Tra gli altri argomenti, la relazione dovrà valutare «la necessità e la proporzionalità di assoggettare i fornitori di servizi di crowdfunding a obblighi per la conformità alle disposizioni nazionali di attuazione della direttiva (UE) 2015/849 in relazione al riciclaggio di denaro o al finanziamento del terrorismo e di aggiungere tali fornitori all'elenco di soggetti obbligati ai fini della direttiva (UE) 2015/849» (lett. g).

Salve modifiche del testo al termine delle negoziazioni con il Consiglio, non è pertanto prevedibile che l'applicazione della normativa comunitaria in materia antiriciclaggio venga estesa ai gestori delle piattaforme di *crowdfunding* prima di due o tre anni dalla data di entrata in vigore del regolamento di cui si è detto.

8.6 Le discipline relative al trattamento dei dati

Tra le discipline con le quali i *lending marketplace* devono confrontarsi, un ruolo rilevante viene senz'altro giocato da quelle relative al trattamento dei dati, ormai considerabili alla stregua di veri e propri "requisiti di operatività" delle piattaforme più che semplici "fattori di facilitazione". Nell'attuale contesto economico altamente digitalizzato, infatti, l'accesso alle informazioni costituisce un elemento essenziale che, secondo alcuni, eleverebbe la c.d. libera circolazione dei dati (*free flow of data*) a quinta libertà economica²⁰⁶.

Nell'ordinamento europeo, tuttavia, questa esigenza di condivisione delle informazioni trova un necessario bilanciamento con una serie di altri interessi, primo fra tutti quello alla *privacy* dei singoli ma anche quello a un trattamento dei dati che avvenga nel rispetto di una serie di regole poste a protezione degli interessati.

Non può dirsi che le due suddette esigenze abbiano ancora trovato la giusta composizione a livello normativo; al contrario, fra le medesime si rinvengono tensioni che hanno condotto all'elaborazione di più di un set di regole, con la conseguenza che, la disciplina sul trattamento dei dati è attualmente bipartita a seconda della natura "personale"²⁰⁷ o "non personale" degli stessi. I dati personali sono, infatti, disciplinati dal regolamento (UE) 2016/679 (*GDPR*) (e, prima, in Europa dalla direttiva 95/46/CE e in Italia dalla l. n. 675/1996, sostituita dal d.lgs. n. 196/2003, cd. Codice *privacy*) (Cooper (2015); Pizzetti (2016)). I dati non personali sono stati, invece, solo di recente disciplinati mediante il Regolamento (UE) 2018/1807, relativo a un quadro applicabile alla libera circolazione dei dati non personali nell'Unione europea ed entrato in vigore nel maggio 2019, con il quale si intende rimuovere gli ostacoli posti dalle discipline nazionali che spesso impongono a quanti hanno a che fare con il trattamento dati obblighi di localizzazione in una determinata area geografica o misure con effetti equipollenti.

In questo scenario normativo si collocano i *lending marketplace*, che, per un verso, possono usufruire delle previsioni del Regolamento (UE) 2018/1807, finalizzate a incentivare lo scambio e la condivisione delle informazioni. E non va dimenticato che un obiettivo analogo in termini di circolazione di dati è perseguito anche dalle già richiamate norme sull'*open banking* e le API contenute nella *PSD2*, volte a favorire i c.d. *Third Party Providers* (PISPs e AISPs) (§§ 2.2, 5.2, 7.3)²⁰⁸.

Alla luce però del rilievo assunto dai dati *soft* e dalle particolari tecniche di analisi e di elaborazione di tali dati da parte dei *lending marketplace* (§§5-6), sono anche le regole sul trattamento dei dati di tipo 'personale' contenute nel *GDPR* a

206 Per questa affermazione si v. Palmerini et al. (2018), cui si rinvia per un maggior approfondimento circa la tematica del trattamento dei dati.

207 Dato personale: «qualsiasi informazione riguardante una persona fisica identificata o identificabile («interessato»); si considera identificabile la persona fisica che può essere identificata, direttamente o indirettamente, con particolare riferimento a un identificativo come il nome, un numero di identificazione, dati relativi all'ubicazione, un identificativo online o a uno o più elementi caratteristici della sua identità fisica, fisiologica, genetica, psichica, economica, culturale o sociale» (art. 4.1 *GDPR*).

208 Sul tema si rinvia anche al Quaderno Fintech Consob n. 4 in materia di *Financial Data Aggregation* e *Account Information Service*: Burchi et al. 2019.

venire in questione e ad assumere notevole importanza per l'operatività delle piattaforme. Si tratta, infatti, di regole che hanno un perimetro applicativo potenzialmente assai ampio, che prescinde non solo dalla natura creditizia o meno dell'attività svolta dai *marketplace* ma anche dalla sua finanziarietà, riferendosi *tout court* al trattamento dei dati personali purché riferibili alle persone fisiche (come è noto, esula, invece, dalla c.d. disciplina *privacy* la tutela degli enti collettivi)²⁰⁹.

Nonostante però il Regolamento del 2016 sia appena entrato in vigore, esso presenta alcune caratteristiche che lo rendono intrinsecamente inadeguato a governare i rischi insiti nell'utilizzo di dati *soft* e soprattutto di *big data analytics* (Ferretti 2018; Mattassoglio 2018a; Wachter e Mittelstadt 2018).

Anche a prescindere dal fatto che, come si è anticipato, il *GDPR* trovi applicazione soltanto con riferimento alle persone fisiche, lasciando così senza tutela tutti gli enti collettivi²¹⁰ (Mucciarone 2015), esso infatti impone di orientare ogni trattamento dei dati delle persone fisiche ai principi di finalità, autodeterminazione informativa del singolo e consenso informato. Tali principi, però, come da più parti è stato già fatto notare, sono di difficile applicazione a trattamenti conseguenti al c.d. "*data deluge*" (risultante dalla navigazione web, dal *social networking*, nonché da *location-based services*) - che concerne informazioni non sempre facilmente qualificabili alla stregua di "dati personali" - e condotti tramite tecnologie come la *Big Data Analysis* (BDA) (Pizzetti 2017; Mantelero 2017; Yeung 2017)²¹¹.

Il singolo non può, infatti, esprimere un consenso espresso e informato (art. 4 *GDPR*) sul trattamento di dati che potranno essere utilizzati per finalità spesso diverse e imprevedibili rispetto a quelle per cui sono stati raccolti (il c.d. *repurposing*)²¹²

In linea generale, inoltre, il *GDPR* risulta ancora impostato in un'ottica di *privacy* come diritto fondamentale della personalità, difficilmente compatibile con l'attuale *data economy* e comunque non sufficientemente coordinato con altre normative espressione della logica dell'*open banking* quale, *in primis*, la *PSD 2* (in cui la tutela dei dati si inserisce nel diverso contesto di pluralità di relazioni contrattuali e nell'ottica di favorire la condivisione delle informazioni) (Sciarrone Alibrandi e Rabitti 2019, pp. 55-56).

209 Nel novembre 2016, il Garante per la protezione dei dati personali è intervenuto per vietare l'utilizzo del c.d. algoritmo della reputazione, da parte di una società che intendeva realizzare una piattaforma web finalizzata a elaborare «pro-fili reputazionali concernenti persone fisiche e giuridiche attraverso la facoltà riconosciuta agli iscritti di documentare la posizione (propria o altrui) rispetto a fatti ritenuti rilevanti». Secondo i suoi ideatori, questa metodologia avrebbe con sentito di rendere più semplice il processo di classificazione e valutazione delle controparti, innalzando il livello di fiducia del sistema nel suo complesso. Per l'autorità, invece, sebbene basato sul volontario caricamento dei dati da parte degli interessati sulla piattaforma, esso avrebbe comportato una raccolta di dati illegittima alla luce delle disposizioni in vigore.

210 Ai dati di enti collettivi potrà pertanto applicarsi il regolamento sul *free flow of data*.

211 Ciò giustifica una recente proposta della dottrina (Wachter e Mittelstadt 2018) di modificare l'attuale disciplina sulla *privacy* prevedendo un nuovo diritto alle c.d. *reasonable inferences*, al fine di garantire una maggior tutela per i singoli rispetto all'utilizzo di simili tecnologie.

212 Ad esempio, consistenti dubbi sorgono sui rapporti tra *PSD2* e *GDPR* con riferimento alla possibilità di utilizzare i dati di pagamento raccolti da un *account aggregator*, per finalità diverse rispetto a quelle per il cui il titolare, persona fisica, ha prestato un effettivo consenso.

Nell'ambito del *marketplace lending*, la tematica della protezione dei dati assume peraltro valenza centrale specie con riferimento al servizio di valutazione del merito creditizio e di *credit scoring*. Alla normativa *privacy* ci si è da tempo rivolti allo scopo – analogo a quello considerato dalle discipline del credito ai consumatori (§ 9) – di tutelare il soggetto i cui dati (tratti dalla Centrale dei rischi o dai SIC) vengono utilizzati da banche o intermediari finanziari al fine di compiere la valutazione del merito creditizio. Su questa disciplina è stato anzi fondato un vero e proprio diritto all'autodeterminazione informativa dell'interessato (sintesi di un fascio di diritti attribuiti al prestatore di credito che vanno dal diritto all'informazione preventiva al diritto all'auto-informazione specifica –che si sostanzia in una serie di poteri (di accesso, integrazione, rettifica, etc.) strumentali al controllo dell'interessato sulla circolazione delle informazioni registrate a suo nome –). E ancora a partire dalla normativa *privacy* sono state emanate regole, contenute in codici deontologici, volte a disciplinare le banche dati private.

Come più diffusamente si vedrà *infra* al § 9, l'avvento del *marketplace lending* impone di riconsiderare la questione del merito creditizio e del *credit scoring* in prospettiva nuova. Anche in seguito alle considerazioni appena svolte sull'approccio generale del *GDPR*, si può però sin d'ora anticipare che, al momento, sul trattamento dei dati fondato su *big data* e algoritmi la regolamentazione vigente non riesce ad avere sufficiente presa. Sfuggono infatti dalle maglie del *GDPR* i trattamenti dati condotti su dati anonimi o comunque sottoposti a procedimento di anonimizzazione (Pizzetti 2017), mentre vi rientrano quelli in cui il procedimento, pur se a partire da dati non personali, è finalizzato a profilare l'interessato, come accade nell'ipotesi di assegnazione del *credit scoring* da parte della piattaforma, senza però che si possano rinvenire presidi stringenti per i casi di decisioni automatizzate.

9 Profili giuridici del servizio di valutazione del merito creditizio e di *credit scoring* nel contesto del *marketplace lending*

F. Mattassoglio

9.1 Tassonomia degli interessi da tutelare e ricognizione delle discipline potenzialmente rilevanti

Come è emerso dalle considerazioni svolte al § 5, il servizio di **valutazione del merito creditizio e di *credit scoring*** reso dalle piattaforme in via diretta o ricorrendo a un terzo *provider* si caratterizza per la **molteplicità di funzioni** che esso è in grado di assumere rispetto ai diversi soggetti coinvolti. A venire in rilievo sono, di riflesso, numerosi e distinti interessi: 1) l'interesse del gestore a preservare la buona reputazione della piattaforma; 2) l'interesse dei *crowd-investor* a essere consapevoli del rischio assunto attraverso l'impiego del proprio denaro; 3) l'interesse dei *crowd-borrower* a indebitarsi in modo responsabile e alle condizioni economiche corrispondenti al loro profilo di rischio.

Il concorrere di tale differenti prospettive costituisce un indubbio elemento di novità rispetto alla valutazione del rischio di credito svolta dalle banche e dagli intermediari finanziari tradizionali (cfr. §§ 3 e 12), che non esime tuttavia da un confronto con alcune regole oggi in vigore nel nostro paese, concernenti, in modo più o meno esteso e puntuale, questo tipo di attività.

Venendo a considerare più in dettaglio le discipline giuridiche potenzialmente rilevanti, si riscontra un quadro frammentato ed eterogeneo quanto a fonte di provenienza, destinatari delle regole e interesse di volta in volta perseguito (oltre ai tre interessi più sopra menzionati non vanno trascurati infatti interessi ulteriori, quale l'interesse alla stabilità delle banche e del sistema o l'interesse alla tutela dei dati personali).

Innanzitutto, nel contesto bancario (e dunque con destinatari le sole banche), si rinvencono norme secondarie che, nella prospettiva della stabilità del singolo intermediario e del sistema, pur lasciando, in linea generale, all'autonomia di impresa le scelte relative alle valutazioni compiute in fase di istruttoria di credito, dettano alcune indicazioni in ordine ai modelli da seguire che orientano anche l'attività di supervisione da parte delle autorità di vigilanza. Possono ricondursi a quest'ambito anche le linee guida emanate nel marzo 2018 dalla Banca Centrale Europea (col titolo '*Guide to assessments of fintech credit institution licence applications*': ECB 2018) specificamente rivolte alle *FinTech banks* - ovvero alle banche che impieghino in misura significativa la tecnologia per la fornitura dei propri servizi - al fine di rendere più stringente, nella prospettiva della vigilanza bancaria, la verifica delle modalità tecnologicamente avanzate attraverso cui ha luogo la valutazione del merito creditizio). Sull'approccio adottato dalle linee guida ci si soffermerà nelle pagine seguenti (§ 9.2) al fine di verificarne la tenuta e l'eventuale congruità anche rispetto alla attività svolta dai *lending marketplace*, i cui gestori sono ad oggi senz'altro fuori dal perimetro applicativo delle medesime, non erogando in via diretta credito e quindi non essendo tenuti a chiedere l'autorizzazione alla stregua di *FinTech banks*.

Nel contesto delle discipline europee sul credito al consumo, invece, e dunque nella prospettiva, del tutto differente, di assicurare adeguata tutela al potenziale prestatore di credito consumatore rispetto a una valutazione eseguita sulla base di dati erronei o falsi o comunque in modo negligente, si incontrano alcuni frammenti normativi che danno rilievo al tema della valutazione del merito creditizio (beninteso senza specifico riferimento all'automazione). Anche a queste regole verrà data attenzione (§ 9.3), pur nella consapevolezza della specificità di prospettiva di tali disposizioni (comunque riguardanti i soli consumatori), nonché della già evidenziata, incerta applicabilità di questi set disciplinari al modello di operatività dei *lending marketplace*.

Un ulteriore ambito disciplinare che - per quanto applicabile a tutela dei soli *crowd-borrower* persone fisiche - impatta sensibilmente con la valutazione del merito creditizio svolta delle piattaforme, e in modo particolarmente intenso nel caso di elevato grado di automazione del procedimento valutativo, è quello concernente il trattamento dei dati personali, come si è già visto *supra* oggi disciplinato dal

Regolamento n. 2016/679/UE (GDPR) e a cui verranno dedicate alcune considerazioni specifiche (§ 9.4).

Nel novero delle plurime funzioni che la valutazione del rischio creditizio da parte dei *lending marketplace* si è detto avere, è da considerare, infine, quella correlata alla protezione dell'interesse del *crowd-investor* ad assumere consapevolmente i rischi collegati all'attività di prestito ai *crowd-borrower* (funzione che si riflette anche nell'interesse della piattaforma al mantenimento di un buon profilo reputazionale e quindi alla prima delle funzioni espletate dalla valutazione del merito creditizio esposte in apertura di paragrafo). E ciò in considerazione dell'affidamento pressoché esclusivo che, nelle loro scelte di investimento, i *crowd-investor* fanno sulla classificazione in termini di rischio effettuata dalle piattaforme a seguito del servizio di *credit scoring* prestato.

Nella prospettiva di assicurare tutela adeguata ai *crowd-investor* sembra, dunque, opportuno considerare l'esito dell'attività di *credit scoring* resa dalle piattaforme anche nell'ottica di quella nuova strategia di regolazione che va sotto il nome di "*product governance*" e che sta interessando – sia pure a diverso passo ed intensità – tutti e tre i comparti del sistema finanziario (cfr. § 9.5).

9.2 Le *Guidelines* della BCE sulle *FinTech banks*

Il primo set disciplinare che si ritiene utile prendere in considerazione è quello contenuto nelle linee guida della BCE sulle *FinTech banks*²¹³, che – come si è accennato – contengono alcune previsioni rivolte nello specifico all'attività di valutazione del rischio di credito condotta con modalità tecnologicamente avanzate²¹⁴. Le linee guida muovono dall'assunto che una *FinTech bank* possa avere difficoltà, nella fase iniziale della sua attività e in mancanza di un patrimonio informativo interno su base storica, ad acquisire informazioni relative alle storie creditizie dei potenziali clienti e decida quindi – analogamente a quanto accade per i *lending marketplace* – di ricorrere ad "*alternative sources of data*" (dati *soft*) e "*alternative credit-scoring methodologies*" (es. *BDA*), in via diretta oppure esternalizzando il servizio. L'esame delle linee guida sembra opportuno allo scopo di valutare, se, nella richiamata logica di una regolazione funzionale e *risk-based* (§ 3.4), vi si possano rinvenire principi o regole che meritano di essere estesi anche ai *lending marketplace*, dato che il presentarsi delle medesime difficoltà di reperimento di

213 La *FinTech bank* è definita dalla BCE ai fini della Guida in questione come una banca (sia preesistente che richiedente la prima autorizzazione) «having "a business model in which the production and delivery of banking products and services are based on technology-enabled innovation"» (ECB 2018, p. 4).

214 La Guida detta, più in generale, disposizioni specifiche in materia di autorizzazione all'esercizio di attività bancaria qualora l'impiego della tecnologia ricopra un ruolo significativo nello svolgimento dell'attività. Benché l'approccio sia in parola '*technologically neutral*', la guida sembra guardare alle *FinTech banks* come a soggetti di per sé più rischiosi: oltre che applicarsi alle nuove richieste di autorizzazione e quindi di fatto ai *new entrants* e solo residualmente agli *incumbents* (ad esempio, in sede di autorizzazione all'acquisto di partecipazioni qualificate o di creazione di *subsidiaries* specializzate), impone alle *FinTech banks* (al contrario di quanto avviene per le banche tradizionali), ad esempio, solo ai titolari di partecipazioni qualificate di *FinTech banks* requisiti di competenza gestionale e tecnica (ma cfr. linee guida EBA in materia) e requisiti in materia di valutazione del merito creditizio dei richiedenti.

informazioni su cui fondare la valutazione del merito creditizio dei *crowd-borrower* spinge le piattaforme verso analoghe scelte operative.

La BCE ritiene che la valutazione del merito di credito svolta con tecnologie avanzate possa essere fonte di rischi sia per il singolo intermediario, sia per la stabilità complessiva del sistema finanziario. Di conseguenza, nella prospettiva della "*structural organization*", sottopone le *FinTech banks* a un *additional assessment* sulla "*governance structure and of credit decision-making process*".

Più in dettaglio, le linee guida richiedono che la *FinTech bank*, in sede di autorizzazione, debba dimostrare di avere un chiaro procedimento di selezione delle richieste di prestito e anche un *monitoring* in continuo, che, oltre a rendere noti il tipo di dati utilizzati e la qualità garantita su di essi, consenta eventuali aggiustamenti, prolungamenti del termine o rifinanziamenti (ECB 2018, p. 9). Tale procedimento deve essere tracciabile attraverso idonea documentazione, nonché soggetto a periodiche revisioni e a differenziazioni dettate dal contesto nazionale di applicazione. Nell'ambito di questa fase di *additional assessment*, le autorità nazionali e la BCE dovranno esaminare il processo interno di "*assessing loan*", verificando quali sono le informazioni minime sulla cui base è svolta la valutazione. Si noti che, in questi casi, il controllo delle autorità si spinge fino a verificare le modalità di giudizio circa la capacità finanziaria del singolo (banca dati; tipologia di dati, etc).

Per quanto riguarda più nello specifico la valutazione del rischio di credito, essa può essere effettuata con un sistema definibile come "tradizionale", ossia basato su dati *hard* e algoritmi non particolarmente complessi. Può essere svolta sia in via diretta dalla *Fintech bank*, grazie a un procedimento *in house*, sia da un *provider* esterno. In questo secondo caso, la banca potrebbe limitarsi ad utilizzare alcuni dati solo per verificare la correttezza del punteggio attribuito al singolo.

Alle autorità spetta il compito di verificare la *feasibility* del modello impiegato, tramite la valutazione della documentazione relativa al medesimo e al vaglio di come questo sia compreso nell'ambito della banca, sia dai dirigenti, sia dai dipendenti coinvolti nella procedura di finanziamento.

Nel caso in cui la *Fintech bank* intenda operare in diversi Paesi – secondo una prassi molto diffusa –, sarà necessario adottare uno specifico modello di valutazione del merito creditizio che tenga conto dei differenti contesti nazionali (ad esempio, con riguardo all'accessibilità dei dati). Dovranno essere considerati, infine, anche il numero di persone e le risorse coinvolte nello sviluppo e nel mantenimento del sistema.

Qualora, poi, le *Fintech banks* utilizzino "*alternative data sources and credit scoring methodologies*", le linee guida impongono ulteriori adempimenti (ECB 2018, p. 10). In primo luogo, la BCE e le autorità competenti nazionali (di seguito, *NCA*s) dovranno verificare che l'utilizzo di siffatti sistemi sia supportato da un *appropriato risk management* oltre che da sufficienti requisiti patrimoniali. Se detti sistemi alternativi sono utilizzati da un terzo *provider*, il controllo dovrà invece avere ad oggetto i sistemi di *risk control* della *Fintech bank*.

Da quanto sin qui esposto, emerge che, nell'approccio della BCE, l'utilizzo di modalità tecnologicamente avanzate per la valutazione del rischio di credito richiede particolare attenzione, sia in termini di requisiti organizzativi dell'ente sia, a date condizioni, di requisiti patrimoniali.

Se ciò ben si spiega nell'ottica dell'intermediazione bancaria classica in cui l'assunzione di eccessivo rischio di credito può mettere a repentaglio la stabilità del soggetto finanziatore, gli appena evidenziati rischi connessi con l'utilizzo della tecnologia in fase di valutazione del merito creditizio non possono però essere sottovalutati (se non addirittura ignorati) nell'ambito del differente modello organizzativo su cui si fonda l'attività dei *lending marketplace*. Ogniqualevolta, infatti, l'utilizzo di *big data* e di algoritmi costituisce la componente rilevante del procedimento di profilatura del richiedente (individuo o impresa), la previsione di alcune regole relative a questo tipo di attività risulta necessaria: e ciò quand'anche – e forse soprattutto – la medesima attività non sia svolta in via diretta dai soggetti che erogano finanziamenti con relativa assunzione in proprio del rischio di credito. Consistenti criticità, con potenziali ripercussioni – nel momento in cui aumentassero i volumi del fenomeno in esame – anche sulla stabilità del sistema finanziario, sembrano, infatti, potersi generare anche con riguardo a soggetti come le piattaforme che, ponendosi sul mercato come "intermediari" volti ad attenuare l'asimmetria informativa tra *crowd-borrower* e *crowd-investor* facilitandone l'incontro, validano i dati relativi alla meritevolezza creditizia dei singoli prenditori, pur senza sopportare il correlato rischio di credito.

Dato il diverso modello di *business* delle piattaforme rispetto a quello delle *FinTech banks*, un'estensione *tout court* alle prime della disciplina appena richiamata oltre che non percorribile non sarebbe comunque in grado di risolvere le specifiche problematiche generate dalla valutazione del rischio creditizio svolta dalle medesime. L'attenzione manifestata dalla BCE a questo servizio quando svolto con modalità tecnologicamente avanzate conferma però la sussistenza di nuovi rischi ad esso correlati e la necessità di introdurre alcuni presidi a tutela degli interessi potenzialmente coinvolti, anche nel contesto del *marketplace lending*.

9.3 Le discipline del credito ai consumatori (CCD e MCD)

Come si è più sopra anticipato, nel contesto europeo, il tema della valutazione del merito creditizio (beninteso senza specifico riferimento alla automazione) è emerso, negli ultimi anni, nella diversa, e assai specifica, **prospettiva della tutela del potenziale prenditore di credito** rispetto a una valutazione eseguita sulla base di dati erronei o falsi o comunque in modo negligente. Ciò si è verificato, in particolare, con riguardo alle discipline del credito ai consumatori (CCD e MCD)²¹⁵,

215 In proposito, v. Commissione Europea, Piano di azione riguardante i servizi finanziari destinati ai consumatori: prodotti migliori, maggiore scelta, del 23.3.2017, COM(2017)139 Final, in www.eur-lex.europa.eu che prevede nell'ambito della panoramica sulle azioni uno specifico punto dedicato al miglioramento della valutazione del merito creditizio dei consumatori. In particolare, la Commissione si impegna a introdurre norme e principi comuni in questo ambito e a sviluppare una base di dati minima da scambiare tra i registri dei crediti nelle valutazioni del merito creditizio transfrontaliero. Grande attenzione al tema è anche posta dalla Financial Conduct Authority, *Assessing Creditworthiness in Consumer Credit: Proposed Changes to Our Rules and Guidance*, CP207/27(2017), ove vengono proposte una serie di modifiche finalizzate a migliorare la valutazione del merito creditizio dei consumatori, sia nell'ottica del *credit risk* (ossia capacità del debitore di ripagare il debito nell'ottica del prestatore), sia dell'*affordability* (ossia sostenibilità del debito contratto dal punto di vista del ricevente).

che, come si già sottolineato *supra*, sono le uniche discipline armonizzate concernenti attività di erogazione del credito.

A questo riguardo – e ribadita la ad oggi incerta applicabilità alle piattaforme di tali discipline (§ 8.2) –, va innanzitutto osservato che il tema in discorso, nonostante una certa attenzione riscossa nel dibattito europeo precedente all'emanazione di entrambe le direttive, non è riuscito a tradursi in norme sufficientemente puntuali e stringenti, come mostra il tenore degli artt. 124-*bis* e 125 t.u.b. di recepimento degli artt. 8 e 9 della direttiva 48/2008 (Brown 2012), e degli artt. 120-*septies*, 120-*novies*, 120-*undecies* t.u.b., di recepimento degli artt. 7 e 18 della direttiva 17/2014 (EBA 2015a; Ferretti 2018; Mattassoglio 2018a; Piepoli 2013; Ferretti 2014; Pagliantini 2014).

L'art. 124-*bis* impone al finanziatore, prima della conclusione del contratto di credito ai consumatori, l'obbligo di valutare il merito creditizio del consumatore sulla base di informazioni «adeguate, raccolte direttamente presso il consumatore, ovvero acquisite qualora lo ritenga necessario attraverso la consultazione di una banca dati» (Modica 2012; Simionato 2009)²¹⁶. Il giudizio deve essere ripetuto qualora le parti convengano di modificare in modo significativo l'importo totale del contratto di credito, già concluso (art. 124-*bis*, comma 1, seconda parte), ma la norma non indica quale sia l'incremento che impone una successiva e aggiornata valutazione del merito.

In entrambe le ipotesi, la valutazione è lasciata alla libera determinazione dell'intermediario e anche le disposizioni attuative non hanno contribuito a ridurre detta discrezionalità. L'art. 6 del decreto del Ministro delle Economie e delle Finanze, n. 117, del 03.02.2011, infatti, sancisce che «Al fine di evitare comportamenti non prudenti ed assicurare pratiche responsabili nella concessione del credito, i finanziatori assolvono all'obbligo di verificare il merito creditizio del consumatore, previsto dall'art. 124-*bis* t.u.b., applicando le procedure, le metodologie e le tecniche relative alla valutazione e al monitoraggio del merito creditizio dei clienti previste ai fini della sana e prudente gestione dei soggetti vigilati dagli artt. 53, 67, 108, 199 e 114-*quaterdecies* del t.u.b. e dalle relative disposizioni di attuazione»²¹⁷. La formulazione dell'art. 124-*bis* t.u.b. formalizza, di conseguenza, un mero obbligo di procedere ad una “valutazione individuale” del merito creditizio di ciascun singolo richiedente (Falcone 2017 e id. 2014) senza dare indicazioni sui tipi di dati e le metodologie utilizzabili. È appena il caso di precisare che tale disposizione risulta oggi applicabile pacificamente ai soli *lending marketplace* che hanno scelto lo status regolamentare di intermediari ex art. 106 t.u.b. o, nei limiti ristretti in cui è loro possibile concedere credito, IP o IMEL).

216 Secondo la pronuncia della Corte di Giustizia Europea, 27.3.2014, causa C-565/12, «L'obbligo precontrattuale del creditore di valutare la solvibilità del debitore, nella misura in cui mira a tutelare i consumatori contro i rischi di sovra-indebitamento e di insolvenza, contribuisce alla realizzazione dell'obiettivo della direttiva 2008/48 che consiste, come emerge dai considerando 7 e 8 della medesima nel prevedere, in materia di credito ai consumatori, un'armonizzazione completa ed imperativa in una serie di settori fondamentali, la quale viene ritenuta necessaria per garantire a tutti i consumatori dell'Unione u livello elevato ed equivalente di tutela dei loro interessi e per facilitare il sorgere di un efficiente mercato interno del credito al consumo».

217 La Banca d'Italia, in seguito, ha semplicemente precisato che le banche devono adempiere agli obblighi di cui all'art. 124-*bis* limitandosi a rispettare le regole relative alla valutazione del merito previste nella circolare n. 229 del 21 aprile 1999 (Istruzioni di vigilanza per le banche) Titolo IV, capitolo 11, sez. II, par. 2.1. Per le banche che invece adottato il metodo *IRB* devono essere applicate anche le regole contenute nella Parte I, cap. V, sez. III, par. 3.3., della stessa circolare.

Nel caso in cui il finanziatore decida di consultare una banca dati creditizia, è altresì soggetto alle regole contenute nell'art. 125 t.u.b. Detta disposizione oltre a prevedere uno specifico obbligo in capo al gestore di garantire «l'accesso dei finanziatori degli Stati membri dell'Unione europea alle proprie banche dati a condizioni non discriminatorie rispetto a quelle previste per gli altri finanziatori abilitati nel territorio della Repubblica» (comma 1), impone una serie di adempimenti ai finanziatori.

Nel caso di rifiuto della domanda di credito dovuto alle informazioni negative contenute in una banca dati, essi sono tenuti a darne notizia «immediatamente e gratuitamente» al consumatore (comma 2). Il singolo, oltre a essere messo a conoscenza, fin dalle fasi precontrattuali, delle conseguenze che possono discendere da un'eventuale segnalazione all'interno del sistema di informazione creditizia, deve essere informato, in via preventiva, in caso di prima segnalazione negativa.

Inoltre, secondo il disposto del comma 4 della medesima disposizione, i finanziatori devono assicurare che le informazioni oggetto di comunicazione siano «esatte e aggiornate». Se i dati sono tratti da una banca dati privata –, si applica altresì il Codice di deontologia e di buona condotta per i sistemi informativi gestiti da soggetti privati in tema di crediti al consumo, affidabilità e puntualità nei pagamenti”, adottato dal Garante per la Privacy²¹⁸.

La disciplina sul credito immobiliare ai consumatori impone una più stretta corrispondenza tra i risultati della valutazione e il successivo rapporto creditizio, basata sulla capacità di rimborso del debito dei richiedenti, prevedendo che il giudice debba considerare la «situazione del consumatore, ... [di] ogni bisogno particolare che questi ha comunicato, ... [di] ipotesi ragionevoli con riguardo ai rischi cui è esposta la situazione del consumatore per la durata del contratto di credito» (art. 120-*septies* t.u.b.). In particolare, «prima della conclusione del contratto di credito, il finanziatore svolge una valutazione *approfondita* del merito creditizio del consumatore, tenendo conto dei *fattori pertinenti per verificare le prospettive di adempimento* da parte del consumatore degli obblighi stabiliti dal contratto di credito. La valutazione del merito creditizio è *effettuata sulla base delle informazioni sulla situazione economica e finanziaria del consumatore necessarie, sufficienti e proporzionate e opportunamente verificate* [corsi nostri]» (art. 120-*undecies* t.u.b.).

Per quanto concerne le fonti di reperimento delle informazioni, il secondo comma dell'articolo in commento precisa che esse devono comprendere «quelle fornite dal consumatore anche mediante l'intermediario del credito» oltre alla possibilità, per il finanziatore di «chiedere chiarimenti al consumatore sulle informazioni ricevute, se necessario per consentire la valutazione del merito creditizio». Anche in questo caso, tuttavia, il legislatore non fornisce indicazioni circa tipologia e fonti dei dati utilizzabili e non chiarisce se vi sia un obbligo per il finanziatore di attivarsi per il reperimento di informazioni rilevanti ai fini del giudizio, oppure se siano sufficienti le sole fornite dal consumatore (Falcone 2017)²¹⁹.

Dalla breve ricognizione sin qui svolta, emerge l'insufficienza delle regole sulla valutazione del merito creditizio contenute nelle discipline del credito ai

218 Predisposto dalle associazioni di categoria e approvato dal Garante della privacy, il 16 novembre 2004 con il provvedimento n. 8, ex artt. 12 e 117 del d.lgs. n. 196/2003.

219 La Banca d'Italia ha emanato le norme di attuazione delle disposizioni contenute negli articoli 120-*undecies* e 120-*duodecies* del Testo Unico Bancario, di modifica alla circolare n. 285 del 2013 (Disposizioni di Vigilanza per le Banche), che impone alle banche, in fase istruttoria per erogare credito immobiliare ai consumatori, di seguire le regole stabilite negli orientamenti espressi dall'EBA nell'agosto 2015 (Orientamenti ABE sulla valutazione del merito creditizio, del 19 agosto 2015) oltre alle disposizioni contenute nella circolare stessa.

consumatori al fine di tutelare gli interessi coinvolti nel contesto del *marketplace lending*. A prescindere, infatti, dalla incerta applicazione delle medesime alle piattaforme e del loro essere comunque limitate ai soli prenditori di credito consumatori, tali disposizioni non risultano in alcun modo idonee a introdurre specifiche garanzie contro i rischi connessi all'utilizzo di dati *soft* e di decisioni di tipo algoritmico, profili che costituiscono le principali peculiarità dei servizi di *credit scoring* e di *matching* svolti dai *lending marketplace*.

9.4 Le discipline di protezione dei dati personali

Come si è anticipato (§ 8.6) un ulteriore ambito disciplinare al quale occorre guardare nell'ottica di regolare le attività ad "alta automazione" svolte dalle piattaforme in fase di *credit scoring* e anche di *matching* è quello relativo alla protezione dei dati personali, di cui al Regolamento n. 2016/679/UE (*GDPR*) (prima, in Europa, il testo di riferimento era la Direttiva n. 95/46 e, in Italia, la l. n. 675/1996 sostituita poi dal d. lgs. n. 196/2003, c.d. Codice *privacy*) (Cooper 2015; Pizzetti 2016).

In questo contesto, la disposizione di maggior interesse è senz'altro costituita dall'art. 22, relativo al trattamento di dati totalmente automatizzato, posto che proprio il considerando n. 71 del Regolamento richiama «il rifiuto automatico della domanda di credito online» quale esempio emblematico di decisione basata su un procedimento automatico che produce effetti giuridici o incide negativamente sulla persona.

Più in dettaglio, l'art. 22 sancisce il diritto dell'interessato a non essere sottoposto a una procedura esclusivamente automatizzata, salvo che questa sia necessaria «per la conclusione o l'esecuzione di un contratto tra l'interessato e un titolare del trattamento», oppure qualora sia autorizzata dal diritto dell'Unione e comunque soggetta a misure atte a garantire il rispetto dei diritti dell'interessato, ovvero quest'ultimo dia il suo consenso. In tutti questi casi, deve comunque essere garantito il diritto di contraddittorio con una persona fisica e la possibilità di contestare la decisione finale (art. 22, comma 3) (Goodman e Flaxman 2016; Vetter e Naudts 2017). Come messo da più parti in evidenza, pur se l'art. 22 mostra di guardare con sfavore le procedure totalmente automatizzate, i casi di esenzione sono configurati però in modo talmente ampio da togliere mordente a una norma che, con riguardo alla tematica in oggetto, avrebbe potuto assumere un ruolo determinante (Ferretti 2018).

Ancora con riguardo alle procedure automatizzate, va anche tenuto a mente che l'art. 25 *GDPR* introduce il c.d. principio della "*privacy by design and default*" (D'Acquisto e Di Nardo, 2017; Fabiano 2015; Cavoukian 2013), in base al quale, introducendo una logica di tipo proattivo, si impone al titolare del trattamento di mettere in atto tutte le misure tecniche o organizzative necessarie per proteggere il diritto e la libertà delle persone fisiche sia nella fase in cui vengono scelti i mezzi per operare il trattamento sia in seguito (Monreale et al. 2014).

A tal fine è necessario tenere conto «dello stato dell'arte e dei costi di attuazione, nonché della natura, dell'ambito di applicazione, del contesto e delle finalità del trattamento, come anche dei rischi aventi probabilità e gravità diverse». Tra le misure che vengono previste dalla norma ci sono il principio di minimizzazione e quello di anonimizzazione – inutilizzabile, però, proprio nell'ambito del *credit scoring* –, nonché quello di pseudo-anonimizzazione. Questa procedura fa riferimento a dati che «potrebbero essere attribuiti a una persona fisica mediante l'utilizzo di ulteriori informazioni» (cons. 26). In questo caso, si tratta di mettere in atto alcuni accorgimenti per rendere più complessa l'identificazione del titolare del dato, come accade se il nome del singolo viene sostituito da un codice numerico. In tal modo, vengono aumentate le garanzie a tutela dell'interessato, nello stesso tempo permettendo comunque una profilazione dell'individuo.

Sempre con riferimento al servizio di valutazione del merito creditizio e di *credit scoring*, è opportuno ora, anche alla luce delle perplessità circa la compatibilità dell'approccio generale del *GDPR* con il fenomeno *big data* già formulate nel § 8.6, richiamare alcune linee guida che il Parlamento europeo, il Consiglio europeo e, soprattutto, il Gruppo di lavoro ex art. 29 hanno di recente adottato²²⁰ (W29 2017a) (Mayer-Schonberger e Padova 2016; Mantelero 2017; Mantelero 2016).

Da tali Linee guida emerge che i soggetti che trattano dati personali attraverso metodologie innovative dovrebbero prima di tutto informare i titolari dei dati circa le modalità di funzionamento delle medesime. Le persone devono, infatti, essere messe in grado di acquisire consapevolezza sulle modalità di tracciamento cui possono essere soggetti in conseguenza dell'uso di pc, *smartphone*, *tablet* etc. e, soprattutto, sulla possibilità di predizione dei comportamenti, anche con riferimento al rischio di credito, che su di essi si basano (c.d. *dictatorship of data*) (Schneier 2015).

Per conciliare la *BDA* con la tutela dei dati personali, in particolare, è necessario valorizzare diritti come quello a ottenere informazioni puntuali riguardanti le modalità e le finalità per cui i dati sono raccolti e trattati (art. 12 e ss.), oltre a indicazioni «significative sulla logica utilizzata» (art. 14, comma 2, lett. g), in nome di una maggior "trasparenza algoritmica".

Inoltre, le Linee Guida assoggettano i responsabili dei trattamenti dei dati a più severi obblighi di *accountability* (Spina 2016), con una più stringente procedimentalizzazione proprio nei casi di analisi automatizzata.

Oltre a quanto già ricordato con riferimento ai principi di carattere generale che devono essere rispettati nel trattamento dei dati personali (§ 8.6), l'art. 13 prevede che, in caso di trattamento dei dati automatizzato, il titolare sia tenuto a dare specifica notizia all'interessato, fornendo altresì «informazioni significative sulla *logica utilizzata*, nonché l'importanza e le conseguenze previste di tale trattamento per l'interessato» (2° comma, lett. f), cercando di individuare modalità semplificate per spiegare il funzionamento dell'algoritmo (W29 2017a).

Tuttavia, al di là di motivi più propriamente legati alla tutela proprietaria, in questo caso sussistono una serie di ulteriori problematiche connesse alla grande complessità della tecnologia (Goodman e Flaxman 2016), da molti paragonata a una *black box* (Pasquale 2015).

²²⁰ Organo consultivo e indipendente, istituito dall'art. 29 della dir. 95/46, è composto dal Garante della protezione dei dati, da un membro della Commissione, nonché da un rappresentante di ciascuna autorità di protezione dei dati personali di ciascun paese membro.

In via di sintesi, alla luce delle considerazioni sin qui esposte, non rinvenendosi nel *GDPR* regole atte a governare in modo efficace i rischi connessi all'utilizzo di dati *soft* e di *BDA*, non possono dirsi sussistenti neppure dispositivi adeguati a presidiare, nello specifico, i servizi di *credit scoring* e di *matching* svolta dai *lending marketplace*.

Non può tacersi, d'altro canto, che, come già è stato evidenziato da taluni (Ahern 2018)²²¹, un irrigidimento eccessivo delle regole concernenti l'utilizzo dei dati delle persone fisiche potrebbe costituire un serio ostacolo alla costruzione di un efficace e competitivo sistema di informazione creditizia (soprattutto se confrontato con quello statunitense), tanto più in considerazione del già richiamato principio del *free flow of data*. Una scelta di tal fatta condurrebbe, infatti, all'indesiderata conseguenza di rendere potenzialmente più complessa, per soggetti come i *lending marketplace*, l'introduzione di sistemi di *credit scoring* efficaci.

Da quest'angolo visuale, anche tenuto conto della portata generale delle questioni in discorso, si ritiene quindi opportuno intervenire sul *GDPR* piuttosto che introdurre regole ad *hoc* in una futura disciplina rivolta alle piattaforme di *lending marketplace*.

In un'ottica più ampia, ad ogni modo, la vera sfida per il regolatore, per quanto concerne le tecnologie abilitanti processi decisionali di tipo automatizzato, sarà costituita dalla c.d. *governance degli algoritmi* (Mattassoglio 2018a e 2018b; Paracampo 2017 e 2018), su cui le autorità europee e internazionali hanno già iniziato a riflettere.

Nonostante i *computer scientist*, i programmatori e i matematici tendano a considerare gli algoritmi come qualcosa di «*to be strictly rational concerns, marrying the certainties of mathematics with the objectivity of technology*» (Seaver 2014), tuttavia stanno sorgendo molteplici dubbi circa la loro effettiva indipendenza e neutralità, nel timore che essi possano talora determinare risultati errati, discriminatori o comunque altamente performativi (Kitchin e Dodge 2011).

Date le loro caratteristiche, sarà dunque necessario riflettere con grande attenzione circa la concreta possibilità di regolarli, ovvero per lo meno di assicurare la verificabilità della loro predittività (Mattassoglio 2018b). In attesa di una cornice regolamentare adeguata, gli operatori devono fin d'ora impegnarsi a sviluppare algoritmi che siano maggiormente *accountable* (Datta, Sen e Zick 2016), anche al fine di migliorarne la capacità operativa, adattandoli ai meccanismi di controllo e agli standard legali oggi esistenti (Kroll et al. 2017; Kithin 2017; Andrews 2017; Wagner 2016).

221 Anche l'OCSE, *Hearing disruptive innovation in the financial sector*, DAF/COMP/WP2(2015)9, del 1° ottobre, 2015, aveva già manifestato alcune preoccupazioni in merito all'impatto potenzialmente negativo che l'entrata in vigore del *GDPR* avrebbe potuto comportare sulla circolazione delle informazioni creditizie indispensabili per l'attività di *credit scoring*, soprattutto se confrontato con l'approccio molto meno restrittivo di Paesi come gli USA.

9.5 La *product governance*

Come si è più sopra accennato, nel novero delle plurime funzioni assunte dalla valutazione del rischio creditizio da parte dei *lending marketplace*, di sicura rilevanza è quella correlata alla protezione dell'interesse del *crowd-investor* ad assumere consapevolmente i rischi collegati ai prestiti ai *crowd-borrower*. E ciò in considerazione dell'affidamento pressoché esclusivo che, nelle loro scelte di investimento, i primi ripongono sulla classificazione in termini di rischio effettuata dalle piattaforme a seguito del servizio di *credit scoring* prestato.

Nella prospettiva di assicurare tutela adeguata ai *crowd-investor* sembra, dunque, opportuno considerare l'esito dell'attività di *credit scoring* resa dalle piattaforme anche nell'ottica della *product governance*. Infatti, proprio in ragione della classificazione in base al rischio di credito dei vari *crowd-borrower* non solo vengono a connotarsi (e a differenziarsi) le diverse tipologie di *asset* proposte dai *lending marketplace* (che consentono ai *crowd-investor* di "investire" nell'erogazione di crediti), ma le medesime vengono anche indirizzate alle diverse "famiglie" di *crowd-investor*, costituendo, quindi, un criterio di selezione dei diversi *target market*. E ciò sembra accadere sempre, sia pure con maggiore o minore automatismo a seconda del modello di *business* impiegato dalla piattaforma, che, come si è visto *supra* al § 6.7, spazia dal permettere la *lender choice* a offrire qualcosa di simile a una gestione individuale di portafoglio.

L'applicazione più significativa e conosciuta della *product governance* riguarda il settore degli investimenti, ove è stata introdotta, con portata dirompente, dalla *MiFID II* (in particolare, artt. 16(3) e 24(2)) e recepita nel nostro paese agli artt. 21, commi 2-*bis* e 2-*ter* t.u.f. (inserito dall'art. 2 del d.lgs. n. 129 del 3.8.2017) (cfr. anche § 7.4). La "*governance del prodotto*", tuttavia, definibile secondo taluni alla stregua di una sorta di valutazione di adeguatezza "astratta", può dirsi una tendenza generale della recente regolazione finanziaria europea, risultando presente anche nel settore bancario e assicurativo²²².

222 Con riferimento al settore degli investimenti, cfr. anche: Direttiva delegata (UE) n. 2017/593 riguardante la salvaguardia degli strumenti finanziari e dei fondi dei clienti, gli obblighi di *governance* dei prodotti e le regole applicabili per la fornitura o ricezione di onorari, commissioni o benefici monetari o non monetari; ESMA, Orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti ai sensi della *MiFID II*, (ESMA35-43-620 IT) del 5.2.2018; Titolo VIII ("Governo degli strumenti finanziari"), artt. 62 - 77 Regol. Intermediari Conosb n. 20307 del 15/2/2018. Per il settore bancario: EBA (2016); Banca d'Italia, Disposizioni di attuazione degli Orientamenti dell'EBA in materia di dispositivi di *governance* e di controllo sui prodotti bancari al dettaglio - modifiche alle disposizioni di trasparenza, (5 dicembre 2018), https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/trasparenza_operazioni/Disposizioni.pdf (applicabili agli intermediari - quali banche, IP, IMEL, 106 t.u.b. - e ai prodotti bancari - quali mutui ipotecari, prestiti personali, depositi e strumenti di pagamento - rivolti a clienti al dettaglio, persone fisiche che svolgono attività professionale o artigianale, enti senza finalità di lucro e micro-imprese). Per il settore assicurativo: art. 25 Direttiva UE n. 97/2016 sulla distribuzione assicurativa (*Insurance Distribution Directive - IDD*); Regolamento Delegato della Commissione n. 2017/2358; EIOPA, Technical Advice on possible delegated acts concerning the Insurance Distribution Directive, (1 February 2017), EIOPA 17/048; Id., Preparatory Guidelines on product oversight and governance arrangements by insurance undertakings and insurance distributors, (18 March 2016), EIOPA-BoS-16-071; Regolamento IVASS n. 40 del 2 agosto 2018 recante disposizioni in materia di distribuzione assicurativa e riassicurativa di cui al titolo ix (disposizioni generali in materia di distribuzione) del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - codice delle assicurazioni private; Id., Lettera al mercato sull'applicazione delle nuove disposizioni europee a tutela del consumatore in materia di governo e controllo del prodotto (*product oversight and governance - POG*, (4 settembre 2017).

Il cuore di questa strategia consiste, come è noto, nell'imporre ai *manufacturer* di costruire i prodotti, previa predisposizione di idonei procedimenti e presidi organizzativi interni²²³, destinandoli a un preciso mercato di riferimento di clienti finali (*target market*), in modo che siano adeguati (per caratteristiche, costi e rischi) a tali clienti ed alle loro esigenze (ad es. in termini di interessi, obiettivi e capacità). Ai *manufacturer* è altresì imposto di prescegliere strutture, modalità e canali distributivi ragionevolmente idonei ad assicurare e monitorare che ogni prodotto giunga a clienti appartenenti al *target market* di riferimento. A loro volta, i *distributor* dovranno dotarsi di strutture e misure organizzative che consentano loro di conoscere le caratteristiche dei prodotti distribuiti ed i relativi *target market*, nonché di garantire che i clienti finali rientrino nell'ambito delle categorie di riferimento per i quali i prodotti in questione sono stati ideati (cfr. Antonucci 2018; Sciarrone Alibrandi 2016).

Per quanto concerne il *marketplace lending*, specialmente se si ritiene di valorizzare in chiave regolatoria la logica di investimento da parte dei *crowd-investor*, (ma considerazioni non molto dissimili, data la natura *cross-sectoral* di questa strategia normativa, potrebbero svolgersi anche a voler connotare i servizi offerti dalla piattaforma in termini più genericamente finanziari), la piattaforma potrebbe essere vista come *manufacturer* e *distributor* dei nuovi prodotti e servizi che consentono un investimento in crediti online. Nell'ottica della *product governance*, ciò comporta, quindi, che i *lending marketplace*, nello strutturare prodotti e servizi offerti ai *crowd-investor*, devono prefigurarsi un mercato di riferimento (o plurimi mercati per differenti tipologie di *asset*) adeguato per gli stessi e assicurare che, attraverso l'algoritmo alla base del funzionamento del *matching* e quello alla base dello *scoring*, possano avere accesso a tali prodotti (e quindi ai sottostanti prestiti concessi a certe categorie di *crowd-borrower*) solo i *crowd-investor* appartenenti a quel mercato di riferimento.

Di conseguenza, attraverso un *pre-screening* dovrebbero, innanzitutto, essere esclusi dal *marketplace* tutti quei *crowd-borrower* che, per svariate ragioni, non offrano sufficiente affidabilità e siano pertanto inadatti a qualsivoglia *crowd-investor* che con essi dovrebbe interfacciarsi. In secondo luogo, la piattaforma dovrebbe costruire procedure organizzative e presidi volti ad attribuire in modo efficace una classe di rischio ai prodotti ammessi sulla piattaforma e, in seguito, ad individuare gli specifici profili di *crowd-investor* cui tali prodotti possono essere rivolti. Ne deriva la necessità di svolgere con cura (e tramite dispositivi adeguati) l'attività di profilazione del potenziale investitore al fine di individuare a quale classe di cliente appartenga. Per espletare tali procedure (che costituiscono una sorta di selezione anche dei *crowd-investor*), potrebbe tuttavia non risultare sufficiente l'impiego di soli criteri quantitativi, come attualmente avviene nell'ambito del servizio di *matching*, potendo essere richiesti – secondo quanto precisato dall'ESMA nei suoi

223 Devono essere adottate strutture organizzative per definire le modalità di identificazione delle classi di clientela per le quali il prodotto è creato; per testare l'impatto dei prodotti sul mercato sulla base di una pluralità di scenari possibili; porre in essere un'attività di monitoraggio ed eventuali azioni correttive.

recenti Orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti - anche criteri qualitativi²²⁴.

L'applicazione delle regole di *product governance* sembra in grado di innalzare in misura notevole la tutela sia dei *crowd-investor* che dei *crowd-borrower*, mitigando in maniera significativa i rischi, più volte evidenziati, connessi alla valutazione del credito effettuata da parte di un soggetto - la piattaforma - che non sopporta il relativo rischio di credito.

Merita appena precisare, infine, che la successiva valutazione dell'adeguatezza in concreto dello specifico prodotto o servizio all'esigenze e al profilo del singolo *crowd-investor* rimarrebbe invece oggetto del test di adeguatezza *MiFID*, ma solo subordinatamente, come è ovvio, alla qualificazione del prodotto in questione come strumento finanziario e del servizio reso della piattaforma alla stregua di consulenza in materia di investimento o di gestione individuale di portafogli (su cui v. § 7.4).

10 Analisi comparata delle principali normative speciali europee in materia di *marketplace lending*

E. Macchiavello

10.1 *Marketplace investing* e *marketplace lending* nel contesto delle discipline speciali

Negli ultimi anni diversi Stati membri hanno introdotto regimi speciali per il *marketplace lending*, spesso in combinazione con discipline *ad hoc* rivolte a regolare il *marketplace investing* (o *investment-based crowdfunding* - *IBC*)²²⁵.

Fra i Paesi europei che risultano oggi dotati di disposizioni applicabili al *marketplace lending*, si è scelto in questa sede di analizzare le normative speciali adottate in Francia, Regno Unito, Spagna, Portogallo ed Olanda²²⁶, che - sia per

224 Cfr. ESMA, Orientamenti sugli obblighi di *governance* dei prodotti, cit. (a cui la Consob ha annunciato di aderire con avviso del 22 febbraio 2018): «L'individuazione del mercato di riferimento potenziale da parte dei produttori non dovrebbe essere effettuata unicamente in base a criteri quantitativi, ma deve basarsi altresì su valutazioni qualitative sufficienti. In particolare, i servizi per il mercato di massa possono richiedere un'automazione dei processi e l'automazione si basa solitamente su formule o su metodologie algoritmiche che elaborano criteri quantitativi per i prodotti e per i clienti. I dati numerici sono di norma generati mediante sistemi di assegnazione di un punteggio (ad esempio, utilizzando caratteristiche del prodotto quali la volatilità degli strumenti finanziari, il rating degli emittenti, ecc. oppure mediante la «conversione» dei dati oggettivi in sistemi numerici). Per quanto concerne l'individuazione del mercato di riferimento, le imprese non dovrebbero affidarsi unicamente ai suddetti criteri quantitativi, ma dovrebbero soppesarli in misura sufficiente con valutazioni qualitative».

225 Cfr. anche in questa collana il volume in materia di *equity-based crowdfunding* a cura delle Università Sapienza e LUISS; Macchiavello 2016; Ferrarini e Macchiavello 2017.

226 Le riforme in materia sono state apportate attraverso le seguenti normative: in Francia, *Ordonnance* n° 2014-559 del 30 maggio 2014 in materia di *financement participatif* e decreto attuativo n° 2014-1053 del 16 settembre 2014 (e successive modifiche) che hanno modificato il *code monétaire et financier (CMF)*; nel Regno Unito, il PS14/4 (*The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of nonreadily realisable securities by other media*) che ha modificato il *FCA handbook* e *Financial Services Markets Act* (e modifiche successive); in Spagna, gli artt. 46 ss. della *Ley de fomento de la financiación empresarial* n. 5 del 28 aprile 2015 in materia di *financiación participativa*; in Portogallo, la legge sul *Regime jurídico do financiamento colaborativo* n. 102/2015 del

essere state fra le prime a regolare il settore in Europa, sia per averlo fatto in maniera compiuta (invece che introducendo solo parziali aggiustamenti alle discipline esistenti), sia per le soluzioni accolte – costituiscono una sorta di modello per i Paesi dotatisi solo più di recente di una disciplina e sono comunque un termine di riferimento per quelli che ancora ne sono privi e per la stessa Commissione Europea (nell'ottica di determinare una possibile disciplina armonizzata a livello europeo: cfr. *infra* § 11).

Va, in via preliminare, evidenziato che in tutti e cinque i paesi presi in considerazione (cfr. anche tavole sinottiche in appendice) è presente anche una disciplina speciale per il *marketplace investing*, volta a introdurre un regime *ad hoc* per tali piattaforme esentandole, a certe condizioni, dal rispetto delle discipline Prospetto e *MiFID* pur in presenza di emissione e servizi riconducibili al collocamento o ad altri servizi di investimento in relazione a strumenti finanziari. In alcuni di essi (Francia, Regno Unito e Olanda), per il *marketplace investing* e *marketplace lending* sono state adottate due normative distinte, che presentano tuttavia alcuni tratti di similitudine; Spagna e Portogallo hanno, invece, adottato un'unica normativa avente ad oggetto il *financial-return crowdfunding* (di seguito, *FR-crowdfunding*), con conseguente applicazione della medesima disciplina sia in caso di *lending* che di *investment* (al quale le normative si riferiscono con le espressioni "finanziamento partecipativo" o "finanziamento collaborativo") che richiama, sia nella tipologia degli obblighi che nella terminologia impiegata, la normativa in materia di investimenti.

Più in dettaglio, in Francia, i requisiti per la registrazione degli *intermédiaires en financement participatif (IFP)* e dei *conseillers en investissements participatifs (CIP)* sono simili, mentre diversa – e più severa quella per il *marketplace investing* – è la disciplina applicabile alle due attività. Nel Regno Unito, invece, solo alcune regole dell'attività (quali il *client assets sourcebook* in presenza di detenzione di denaro dei clienti, le *financial promotion rules* e una serie di obblighi informativi) sono applicabili sia in caso di *lending* che di *investment* ma le più recenti proposte della FCA mirano ad avvicinare maggiormente le due discipline²²⁷. Analogamente in Olanda, nel contesto di discipline distinte per *marketplace lending* e *marketplace investment* quanto a tipo di esenzione e relativi requisiti, si incontrano alcune regole comuni (v. obbligo di far svolgere un *investor test*, diritto di recesso, comunicazioni periodiche all'autorità). In Spagna e Portogallo, invece, nel contesto di una disciplina unica sono le stesse le regole concernenti il processo di registrazione delle piattaforme (così come alla tenuta del registro che è unico), i limiti di impiego/investimento dei *crowd-investor* (chiamati "investitori"), l'ammontare massimo delle richieste di finanziamento (di quelli che vengono indicati come, rispettivamente, "promotori" e "beneficiari") e, nella sostanza, anche quelle relative agli obblighi di condotta e trasparenza (che differiscono fra *lending* e *investment* solo per aspetti marginali)²²⁸.

24 agosto 2015 ed il regolamento sul *Finanziamento Colaborativo de capital ou por empréstimo* n. 1/2016 della *Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)*; in Olanda, il Decreto dell'*Autoriteit Financiële Markten (AFM)* del 18 febbraio 2016.

227 La FCA, anche in considerazione della diffusione di modelli di *marketplace lending* più complessi e comportanti la creazione di portafogli di crediti attraverso algoritmi, ha proposto di introdurre obblighi più precisi in merito alle informazioni da fornire agli investitori, a valutazione e gestione dei rischi, gestione delle crisi delle piattaforme e continuità operativa e restrizioni sulla distribuzione dei prodotti (in termini di limiti massimi di investimento), già vigenti per l'*investment-based crowdfunding*: FCA 2018.

228 In particolare, la legge spagnola introduce alcuni obblighi informativi distinti per il *marketplace lending* ed il *marketplace investing*. La legge portoghese fa invece rientrare nel concetto di finanziamento collaborativo anche il

10.2 Definizione dell'attività principale svolta dalle piattaforme e principali caratteristiche dei prestiti

Va sottolineato, innanzitutto, che non in tutte le discipline speciali in oggetto si rinviene una puntuale definizione dell'attività di *marketplace lending*. In linea generale, la prestazione caratteristica pare essere identificata nella messa in contatto di prestatori e prestatori, svolta in maniera professionale attraverso un sito internet per la facilitazione di finanziamenti²²⁹. L'inquadramento prescelto rimanda, quindi al *business model* del semplice *marketplace* (cfr. anche subito *infra* sulle attività permesse e vietate alle piattaforme).

Nell'ambito delle diverse normative prese in considerazione, si riscontra una certa eterogeneità sia riguardo alle caratteristiche soggettive degli utenti delle piattaforme (privati, imprese, investitori professionali), sia riguardo alle caratteristiche dei prestiti che transitano sulle medesime (finalità, durata, tipo di tasso, ecc.).

In alcuni paesi, attraverso le piattaforme possono essere erogati sia prestiti personali/al consumo sia prestiti connessi ad attività economiche (Regno Unito²³⁰, Spagna; in Francia, però, ex art.

crowdfunding attraverso donazioni o *reward* ma, per il *FR-crowdfunding*, stabilisce un regime separato, più puntuale, severo ed omogeneo.

229 Cfr. art. L548-1 del *CMF* francese (introdotto dall'art. 17 dell'ordinanza n. 2014-559): «*L'intermédiation en financement participatif consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet dans les conditions suivantes: [...]*»; art. 46 della *Ley de fomento de la financiación empresarial* n. 5 del 28 aprile 2015 spagnola: «*Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores*». Cfr. anche per il Regno Unito l'art. 36H del *Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001*: «*"Operating an electronic system in relation to lending"– (1) Where the condition in paragraph (2) is satisfied, operating an electronic system which enables the operator ("A") to facilitate persons ("B" and "C") becoming the lender and borrower under an article 36H agreement is a specified kind of activity. (2) The condition is that the system operated by A is capable of determining which agreements should be made available to each of B and C (whether in accordance with general instructions provided to A by B or C or otherwise). (3) The following are specified kinds of activities if carried on by A in the course of, or in connection with, the carrying on by A of the activity specified by paragraph (1)– (a)presenting or offering article 36H agreements to B and C with a view to B becoming the lender under the article 36H agreement and C becoming the borrower under the article 36H agreement, (b)furnishing information relevant to the financial standing of a person ("Y") with a view to assisting in the determination as to whether another person should– (i)enter into, as the lender, an article 36H agreement with Y, or (ii)assume the rights of the lender under an article 36H agreement under which Y is the borrower, (c)taking steps to procure the payment of a debt due under an article 36H agreement, (d)performing duties, or exercising or enforcing rights under an article 36H agreement on behalf of the lender, (e)ascertaining whether a credit information agency (within the meaning given by article 89A(6)) holds information relevant to the financial standing of an individual or relevant person, (f)ascertaining the contents of such information, (g)securing the correction of, the omission of anything from, or the making of any other kind of modification of, such information, or (h)securing that a credit information agency which holds such information– (i)stops holding the information, or (ii)does not provide it to any other person. (4) An "article 36H agreement" is an agreement between one person ("the borrower") and another person ("the lender") by which the lender provides the borrower with credit (within the meaning given by article 60L) and in relation to which the condition in either paragraph (5) or (6) is satisfied [...]*». Gli art. 2 e 3 della legge n. 102/2015 portoghese del 24 agosto 2015 (intitolata *Regime jurídico do financiamento colaborativo*) definiscono, infine, il finanziamento collaborativo – in forma di prestiti, investimenti, dono o *reward* – come una modalità di finanziamento dei soggetti, loro attività e progetti, attraverso piattaforme elettroniche accessibili via internet, per mezzo delle quali procedono alla raccolta di porzioni di investimenti provenienti da diversi investitori individuali, in cambio di una remunerazione, nel caso specifico dei prestiti, consistente nel pagamento di un tasso fisso, determinato al momento della raccolta.

230 I *business loans* rientrano in tale normativa solo se il *crowd-investor* è un individuo (C2B), oppure, in caso contrario, se il *crowd-borrower* è un individuo (B2B), per tale intendendosi un imprenditore individuale o una *partnership* di 2

L.548-1(2) *CMF*, i prestiti personali possono avere solo scopo di istruzione), mentre in altri solo *business loans* (Portogallo e Olanda). La normativa spagnola è l'unica a vietare espressamente l'utilizzo delle piattaforme per erogare mutui ipotecari sulla casa (art. 74 *ley de fomento*) o, in caso di richiedenti consumatori, qualunque tipo di mutuo ipotecario (art. 87 *ley de fomento*).

Nella maggior parte delle discipline, i finanziatori devono essere soggetti che non agiscono in via professionale, perlomeno in caso di erogazione di prestiti personali. In conseguenza, può trattarsi di prestiti da privati a imprese (*consumer-to-business* – *C2B* –) o da imprese ad altre imprese (*business-to-business* – *B2B*) o, dove ammessi i prestiti personali, da consumatore a consumatore (*consumers-to-consumers* – *C2C*). L'ordinamento francese permette, ad esempio, a *crowd-investor* che agiscono professionalmente di prestare solamente ad imprese – *B2B* (Artt. L.511-6(7); D.548-1 *CMF*); nel Regno Unito, invece, sono ammessi anche prestiti *business-to-consumer* (*B2C*). Sempre nel Regno Unito si sta diffondendo – pur non essendo al momento oggetto di regolamentazione – il modello di *receivables purchase*, in base al quale la piattaforma eroga un prestito ad un'impresa e poi cede agli utenti della piattaforma il credito alla restituzione del capitale ed interessi (Gajda 2017, p. 654; cfr. anche § 4.1).

In Francia la disciplina speciale si applica anche ai prestiti gratuiti, mentre negli altri Paesi solo in presenza di prestiti onerosi. La Francia è l'unica ad imporre una durata massima ai prestiti (7 anni); ancora in Francia, ma anche in Portogallo, è pure richiesto che il tasso di interesse dei finanziamenti sia fisso e determinato preventivamente (art. L.511-6(7) e L.548-1 *CMF* e art. 3 *Lei portoghese 5/2015*).

Per quanto concerne l'**ammontare massimo dei prestiti ottenibili** attraverso le piattaforme da parte dei singoli riceventi (per piattaforma o complessivamente attraverso il *marketplace lending* in un certo paese o in Europa), in tutte le discipline nazionali (ad eccezione del Regno Unito e dell'Olanda) sono previsti **limiti dimensionali**. Tali limiti massimi sembrerebbero finalizzati, non solo a ridurre il rischio di concentrazione dei rischi in capo a singoli debitori (eventualmente anche con riferimento a ciascuna piattaforma), ma anche a riservare tali strumenti alternativi di finanziamento a soggetti di dimensioni contenute ed eventualmente non serviti dai canali tradizionali. Il Regno Unito, che non prevede limiti massimi all'ammontare del prestito né requisiti particolari di accesso in capo ai riceventi, sembra così voler creare, all'opposto, un vero e proprio canale alternativo per famiglie e imprese rispetto al settore tradizionale ed in competizione con quest'ultimo²³¹.

Più in dettaglio, in Spagna, le richieste di finanziamento da parte di un particolare "promotore" non possono superare, per ciascuna piattaforma, il limite di €2 milioni, con riferimento sia ad una singola offerta (ed ogni richiedente può pubblicare sulla piattaforma una sola offerta per volta) sia all'ammontare richiedibile dal medesimo soggetto con più cicli di offerta nell'arco di dodici mesi (il limite sale però a €5 milioni se l'offerta è rivolta esclusivamente ad investitori professionali o *HNWI*: art. 68 *Ley de fomento*)²³². In Portogallo, invece, il limite massimo è di €1 milione (sempre con riferimento

o 3 persone o un'entità senza personalità giuridica e l'ammontare del prestito si mantiene entro £25.000 (Art. 36H(4)).

231 Peraltro, nel caso di *crowd-investor* non individui (ad esempio, intermediari tradizionali che prestano alle imprese attraverso la piattaforma), si applicherebbe tale disciplina speciale solo per i prestiti d'impresa entro le £25.000.

232 In base all'art. 68 *Ley de fomento* il limite è di €5 milioni quando l'offerta sia rivolta esclusivamente ad investitori "acreditatos" ai sensi dell'art. 81 della stessa legge (cioè investitori professionali e individui con un certo reddito annuo: cfr. *infra*).

sia ad una singola offerta sia a quanto raccolto complessivamente dal medesimo richiedente nell'arco di 12 mesi), da calcolarsi però non con riferimento a ciascuna piattaforma bensì in generale all'interno del territorio comunitario (anche in questo caso il limite si eleva a €5 milioni in caso di offerta rivolta esclusivamente a determinati soggetti, vale a dire persone giuridiche o persone fisiche con un reddito superiore ad una certa soglia: art. 19 *Regolamento* 1/2016 che rinvia all'art. 12(2) lett. a e b del medesimo *Regolamento*). In Francia, il limite, di €1 milione, si riferisce a quanto può essere raccolto da ciascun richiedente per un certo progetto, anche con offerte presenti su più piattaforme (Art. D. 548-1(3) *CMF*).

Sono previsti, altresì, limiti (ad eccezione del Regno Unito su cui v. subito *infra*), all'ammontare di denaro che può essere impiegato dai *crowd-investor* (talvolta solo se *retail*) con riferimento a singoli prestiti e/o ai prestiti complessivamente concessi attraverso la piattaforma, con la finalità – parrebbe – di limitare l'esposizione al rischio di credito per ciascun debitore e ai rischi complessivamente ricollegabili al *FR-crowdfunding* (specialmente se l'investitore è *retail* e la piattaforma gestita da soggetti diversi da quelli tradizionali sottoposti e regolazione e vigilanza "forte").

In particolare, in Francia, per qualsiasi prestatore il limite massimo è fissato, a partire dal 2016, a €2.000 per progetto (tale soglia sale a €5.000 in caso di prestiti gratuiti; Art. D.548-1 *CMF*) con riferimento ad una determinata piattaforma, sempre che sia gestita da *IFP* (non vi sono limiti invece se la medesima è gestita da una banca). In Olanda, Spagna e Portogallo i limiti riguardano solo il prestatore *retail*: in Olanda, il limite è fissato a €80.000; in Spagna e Portogallo, vi è un limite riferito al massimo investibile da ciascun *crowd-investor retail* per singolo progetto (€3.000) e un altro riferito al massimo investibile complessivamente in un anno su qualunque piattaforma (€10.000)²³³.

Nel Regno Unito, non si prevedono limiti massimi di investimento per il *P2P lending*, al contrario di quanto avviene con riferimento al *marketplace investing* ove le "not easily realisable securities" possono essere offerte attraverso le piattaforme solo ad investitori qualificati, *high net worth individuals* o, in caso di soggetti diversi e quindi di investitori *retail*, solo nell'ambito di un servizio di consulenza o gestione di portafogli fornita da un soggetto regolamentato oppure nel limite del 10% del patrimonio disponibile dell'investitore stesso. Tuttavia, la FCA ha recentemente proposto di introdurre tali limiti di offerta anche per il comparto del *P2P lending* (FCA 2018).

10.3 Altre attività consentite

L'attività di *marketplace lending* deve costituire oggetto esclusivo dell'attività del gestore della piattaforma solo in Francia ed in Spagna. I confini, tuttavia, di tale attività, al di là delle definizioni sopra richiamate, sono variabili. Alcune discipline nazionali, infatti, qualificano come attività tipiche delle piattaforme anche ulteriori attività oltre a quella di mettere in contatto *crowd-investor* e *crowd-borrower* e/o individuano attività e servizi che le piattaforme possono svolgere, così

233 Art. 81-82 *Ley de fomento* (per non essere assoggettati a tale limite gli investitori devono essere qualificati, imprese con certe caratteristiche o essere individui con un reddito annuale superiore ai €50.000 o beni finanziari superiori ai €100.000); Artt. 20 *lei* 102/2015 e 12 *Regolamento* 1/2016 (esenzione per persone giuridiche, individui con reddito annuale superiore a €70.000 o investitori qualificati).

eliminando eventuali dubbi (anche in merito a possibili violazioni di riserve di legge)²³⁴.

In particolare, in Francia è fatto espresso divieto agli *IFP* di svolgere attività diverse dalla *intermédiation en financement participatif*, intesa come la messa in relazione di prestatori e prestatari, senza però specificare quali servizi rientrino in concreto in tale attività e senza fare riferimento espresso ad eventuali attività connesse e strumentali il cui esercizio sia permesso. Diverso naturalmente è il caso in cui il gestore della piattaforma abbia anche un'autorizzazione ad operare, ad esempio, come banca o impresa di investimento o istituto di pagamento (mentre è fatto divieto all'*IFP* di cumulare tale *status* con quello di mediatore creditizio – *IOBPS* – o di consulente in investimenti su strumenti finanziari – *CIF*) e possa, di conseguenza, esercitare le relative attività (L.548-1(l) *CMF* e v. subito *infra*).

In Spagna, invece, alla richiesta dell'esclusività dell'oggetto sociale del gestore della piattaforma ed alla definizione dell'attività principale rappresentativa del *FR-crowdfunding*, si accompagna espresso riferimento ad attività che la piattaforma dovrà svolgere: ricezione, selezione e pubblicazione dei progetti/ricieste di finanziamento e creazione di canali di comunicazione tra promotori ed investitori (cfr. art. 51 *ley de fomento* e *supra*). Sempre in Spagna, si elenca anche una serie di servizi "ausiliari" ammessi fra cui: valutazione dei progetti/ricieste di finanziamento; analisi dei progetti e del loro livello di rischio e di altri fattori che influenzano le scelte dei *crowd-investor*; pubblicazione di informazioni (in maniera oggettiva, cioè priva di suggerimenti o consigli); messa a disposizione di modelli contrattuali; trasmissione di informazioni tra gli utenti; recupero crediti e altri servizi identificati dal Ministero dell'Economia e *CNMV* (art. 51(2) *ley de fomento*). Inoltre, è fatta salva la possibilità di cumulare un'autorizzazione come istituti di pagamento.

Nel Regno Unito, tra le attività che la piattaforma può svolgere in aggiunta ed in connessione all'attività principale sono menzionate: presentare o offrire *crowd-loans* che verranno concessi tra due soggetti; verifica delle informazioni sul merito creditizio presso società di informazione creditizia (nonché correzione, modifica e cancellazione dei relativi dati); comunicazione di informazioni sul merito creditizio di un soggetto a supporto della scelta del *crowd-investor* relativa a finanziare o meno tale soggetto; attività di recupero crediti o di supporto al *crowd-investor* nel far valere i diritti derivanti dal contratto di finanziamento (cfr. *Chapter 6B del Financial Services and Markets Act 2001*).

In pressoché tutte le discipline nazionali esaminate, i gestori delle piattaforme sono poi soggetti ad espliciti divieti in termini di attività svolgibili. Divieti che, talvolta, mirano ad impedire *tout court* alle piattaforme l'assunzione di taluni rischi connessi alle attività vietate e, talaltra, servono a chiarire quali attività e servizi non possono essere ricondotti nella nozione di *FR-crowdfunding*, necessitando per il loro svolgimento di un'autorizzazione differente.

In tutti gli ordinamenti, le piattaforme hanno il divieto di offrire servizi di investimento (incluso collocamento, gestione di portafogli, consulenza). Nel Regno Unito, peraltro, la consulenza personalizzata avente ad oggetto "investimenti" in prestiti *P2P* è stata recentemente resa "*regulated activity*" (distinta rispetto a quella di "*operating an electronic system in relation to lending*") ed oggetto di un'apposita autorizzazione della *FCA* (cfr. sempre *Chapter 6B, 36H Financial Services and Markets Act 2001*), nonché di una regolazione specifica che ricalca quella dei consulenti in materia di investimenti (quanto a requisiti prudenziali, adeguata preparazione dei consulenti, test di adeguatezza, normativa

234 Le discipline portoghesi e olandesi non contengono discipline specifiche sul punto.

sugli *inducements* e divieto di commissioni dai clienti, sistema di reclami e *ADR* a disposizione dei clienti).

La maggior parte delle normative vieta alle piattaforme, inoltre, di **detenere denaro dei clienti**, richiedendo il coinvolgimento di un istituto di pagamento (di seguito, IP) autorizzato (Portogallo ed Olanda, ove è prevista anche la possibilità della creazione di un fondo separato) oppure l'acquisto da parte delle piattaforme medesime dello **status di IP** (Francia e Spagna). Nel Regno Unito, invece, le piattaforme che detengono denaro dei consumatori, devono rispettare le norme contenute nel *FCA Client Assets Sourcebook (CASS)*, che impongono la **segregazione patrimoniale** dei fondi dei clienti ed una contabilità trasparente. Peraltro, in passato, come si è anticipato, si era sfruttata nel paese l'esenzione dalla *PSD* in materia di *commercial agents* a favore delle piattaforme: constatati i limiti ora posti al riguardo dalla *PSD 2*, la *FCA* ha di recente dichiarato che non ritiene comunque necessario che le piattaforme di *P2P* siano autorizzate come IP, in quanto i servizi di pagamento non costituiscono la loro attività principale (cfr. *supra* § 7.3).

La Spagna vieta inoltre agli operatori di **impiegare sistemi di diversificazione automatica** o di assumere, nei confronti dei richiedenti, **garanzie** di allocazione delle quote di finanziamento, sempre per evitare la vicinanza del *FR-crowdfunding* con altre attività riservate e conflitti di interesse (art. 52(2) *Ley de fomento*). In Portogallo è presente anche un **divieto di remunerare lo staff** in base ai volumi, mirante a contenere gli incentivi dannosi per gli investitori (art. 5(2) *lei 102/2015*).

In via di sintesi, può dirsi che in tutte le discipline nazionali qui esaminate, l'allontanamento dal modello di *business* base di *marketplace lending* (comprensivo della messa in contatto degli utenti e di eventuali servizi strumentali e connessi) porta con sé il rischio dell'applicazione di normative più severe e di interferenze con aree di attività riservate. Ad esempio, la gestione in monte di denaro nell'interesse di una pluralità di *crowd-investor* potrebbe configurare una gestione collettiva del risparmio ricadendo nel perimetro della normativa *AIFM* (cfr. *supra* § 7.4)²³⁵.

10.4 I gestori delle piattaforme: requisiti soggettivi e oggettivi di accesso all'attività; vigilanza

Pressoché tutte le normative speciali in esame hanno creato nuovi operatori specializzati che svolgono l'attività di gestione delle piattaforme di *marketplace lending* andandosi ad affiancare – con l'eccezione sotto questo profilo della sola Spagna, ove la nuova disciplina ha creato una riserva esclusiva di attività a favore delle piattaforme (art. 48 *ley de fomento*) – agli intermediari tradizionali quali banche ed imprese di investimento. Nel caso di piattaforme gestite da *incumbents*, questi ultimi rimangono naturalmente soggetti alla propria normativa cui si aggiungono alcune regole specifiche sul *marketplace lending*, relative, ad esempio, ad avvertimenti da fornire sui rischi caratteristici di tale attività.

235 Nel gennaio 2016 il Ministero del Tesoro britannico ha espressamente escluso le piattaforme di *P2P* dall'applicazione della normativa sugli investimenti collettivi *UCTIS*: sarebbe ancora possibile l'applicazione della normativa *AIFM*, ragione per cui la *FCA*, per timore di fenomeni di *regulatory arbitrage*, sta considerando di modificare la disciplina conseguentemente (FCA 2016b, p. 13).

I **nuovi operatori** devono, in alcuni casi (Regno Unito e Spagna), ottenere una **autorizzazione**, mentre, in altri (Portogallo e Francia) sono soggetti ad un obbligo di **registrazione**²³⁶.

Tra i requisiti per ottenere l'autorizzazione/registrazione figura il capitale minimo interamente versato, il quale è tuttavia obbligatorio solo nel Regno Unito (inizialmente nella misura di €20.000 ma, dal 2017, innalzato a €50.000), mentre, in Spagna (nella misura di €60.000) e Portogallo (€50.000), esso è richiesto in alternativa ad un'assicurazione professionale (con massimale di copertura per sinistro e all'anno, rispettivamente, di €300.000 e €400.000 in Spagna e di €1 milione e €1.5 milioni in Portogallo). In Francia è richiesta invece solo l'assicurazione professionale (con copertura minima di €250.000 per sinistro e €500.000 all'anno).

Non sembrano sussistere particolari requisiti con riferimento alla forma giuridica che tali operatori devono assumere, tranne in Spagna, ove è richiesta la forma di società di capitali a tempo indeterminato (art. 55, comma 1, lett. c) *ley de fomento*). In tutti i casi in cui è richiesto un capitale minimo, però, può facilmente presumersi la forma societaria ed in Francia viene esplicitato che solo le persone giuridiche possono essere *IFP* (L.548-2(I) *CMF*).

Si è già detto che l'attività di *marketplace lending* deve costituire oggetto esclusivo del gestore della piattaforma solo in Francia e in Spagna.

Requisiti prudenziali sono imposti solamente in due Paesi: in particolare, il Regno Unito fissa un requisito patrimoniale basato sul totale dei prestiti concessi²³⁷, mentre in Spagna è richiesto un determinato ammontare di risorse proprie solo al superamento di una data soglia di volumi dei prestiti²³⁸.

Nella maggior parte delle normative, agli amministratori viene richiesto di possedere determinati **requisiti di onorabilità e professionalità** ed è necessario presentare un *business plan*, oltre che predisporre un piano di continuità (*business continuity arrangements*) per assicurare la prosecuzione dell'attività anche in caso di crisi²³⁹. In Portogallo (art. 5 *Reglamento* 1/2016) e Regno Unito sono imposti anche requisiti in termini di risorse ed organizzazione adeguate.

Una situazione del tutto particolare si incontra, invece, in **Olanda**, ove vige un sistema basato su **esenzioni individuali** che le piattaforme devono richiedere alla *Autoriteit Financiële Markten* (*AFM*, l'autorità olandese dei mercati), per essere sottratte al divieto di intermediazione nella raccolta tra il pubblico di fondi

236 La differenza tra autorizzazione e registrazione non è sempre chiara ma si tende ad identificare con la seconda una procedura semplificata e veloce, per svolgere un'attività non coperta da riserva a favore di solo alcuni soggetti specifici e, talvolta, non accompagnata da attività di vigilanza.

237 Tale requisito è fissato, a partire dal 2017, nella somma più alta tra €50.000 e lo 0,2% dei primi €50 milioni del valore totale dei prestiti accordati; lo 0,15% dei successivi €200 milioni; lo 0,1% dei successive €250 milioni; e lo 0,05% del restante valore totale (IPRU(INV) 12.2.4R e 12.2.6R). Il requisito va ricalcolato in caso di aumento del valore dei prestiti superiore al 25% (IPRU(INV) 12.2.9R).

238 Quando il totale dei finanziamenti concessi attraverso la piattaforma nei 12 mesi anteriori supera i €2 milioni, occorre disporre di risorse proprie almeno pari a €120.000. In aggiunta, tali risorse proprie dovranno essere incrementate a seconda della somma totale dei prestiti negli ultimi 12 mesi come segue: nessun incremento fino ai primi €5 milioni; per l'importo che supera i €5 milioni e fino ai seguenti €50 milioni, 0,2% di quel importo; per l'importo che supera i €50 milioni, lo 0,1%. In ogni caso, tale requisito aggiuntivo di risorse proprie non potrà superare i €2 milioni (art. 56 *ley de fomento*).

239 Cfr. in Francia, art. R.548-9 *CMF*; in Spagna, art. 55, lett. i); in Portogallo, art. 10 *Reglamento* 1/2016.

rimborsabili in assenza di un'autorizzazione come impresa finanziaria²⁴⁰. Negli ultimi anni, questa procedura è stata maggiormente istituzionalizzata e standardizzata ed ora l'esenzione viene accordata in presenza di predeterminati requisiti di onorabilità dei *manager* e degli azionisti, nonché di professionalità dei *director* (che devono dimostrare esperienza almeno con riferimento alla valutazione del merito creditizio).

Nella maggior parte dei Paesi, l'autorità incaricata di verificare la sussistenza dei requisiti cui è subordinata l'autorizzazione/registrazione delle piattaforme, nonché dotata di poteri di intervento sulle medesime, coincide con quella deputata alla **vigilanza sui mercati finanziari e sui servizi di investimento**; talvolta qualche ruolo è assegnato però all'autorità bancaria.

Più in dettaglio, l'autorità competente nel Regno Unito è la *FCA*, in Portogallo la *CMVM*, in Olanda la *AFM* ed in Spagna la *CNMV*; in quest'ultimo paese il *Banco de España* deve però dare un parere obbligatorio al momento dell'autorizzazione. In Francia la tenuta del registro è stata affidata ad un organismo privato (*ORIAS*) ed è l'*ACPR* (autorità bancaria prudenziale) ad effettuare verifiche e ad intervenire a supporto del primo.

Nella maggior parte dei paesi (Francia, Regno Unito, Spagna, Olanda) sono previsti obblighi di comunicazione periodica all'autorità (Regno Unito, Spagna e Olanda) e/o la pubblicazione sul sito (Francia, Regno Unito e Portogallo) di dati statistici sul funzionamento della piattaforma, incluse richieste di finanziamento (presentate, rifiutate ed accettate), tassi e *default*, reclami e controversie pendenti con i clienti²⁴¹.

In alcuni casi, la normativa prevede l'applicazione, in aggiunta alle sanzioni proprie del diritto generale dei contratti e della responsabilità civile, di sanzioni amministrative specifiche comminabili da parte dell'autorità per violazione della disciplina speciale (in Spagna, artt. 92-93 *ley de fomento*; Miranda 2016, pp. 122-123; in Francia, artt. L.573-15 – L.573-17 *CMF*).

10.5 Gli obblighi di condotta gravanti sui gestori delle piattaforme

Obblighi informativi

In linea generale, nelle varie discipline nazionali i gestori delle piattaforme sono soggetti ad una **disciplina più leggera** rispetto alle banche o alle imprese di investimento e basata principalmente su **obblighi di condotta**, specialmente di natura informativa. Si tratta di obblighi che riguardano prima di tutto una serie di informazioni da fornire specificatamente ai finanziatori-prestatori (che si sommano ai dati statistici sul funzionamento della piattaforma, in merito a richieste, tassi e *default*, reclami e controversie da pubblicare sul sito anche a fini di vigilanza: cfr. subito *supra* § 10.4).

240 Proprio con riferimento alla riserva in materia di raccolta tra il pubblico di fondi rimborsabili, sembrerebbe invece che i riceventi i finanziamenti debbano ottenere, questa volta dall'autorità bancaria, una "*no action letter*" per poter beneficiare dei finanziamenti attraverso la piattaforma senza violare la normativa bancaria (Hakvoort 2016a).

241 In Francia (art. R.548-4, II *CMF*), la comunicazione periodica riguarda anche i dispositivi di *governance* apprestati e l'ammontare medio dei prestiti; nel Regno Unito, la situazione finanziaria, la sussistenza dei requisiti normativi, i cambiamenti nel valore dei prestiti, denaro detenuto per conto dei clienti, i reclami ed i prestiti nel trimestre; in Spagna, anche i cambi di controllo e le motivazione per il rigetto delle domande (art. 91 *ley de fomento*).

Più in dettaglio, le piattaforme sono tenute a **comunicare ai crowd-investor**, in modo chiaro, corretto e non ingannevole (in Francia e Portogallo attraverso un *format* prefissato dall'autorità), informazioni riguardanti il proprio **status** giuridico, il funzionamento della piattaforma (inclusi le modalità di selezione ed i controlli effettuati sui richiedenti), le principali condizioni contrattuali (inclusi costi, remunerazioni, durata, garanzie, possibilità di rimborso), la **performance** storica ed i **tassi di morosità** registrati nonché la presenza di eventuali strumenti di garanzia.

Ai gestori delle piattaforme viene anche imposto di fornire chiari avvertimenti concernenti gli specifici rischi di questa tipologia di impiego del denaro.

In particolare, in Olanda è imposto l'obbligo di fornire avvertimenti sul rischio di perdita del capitale investito, di illiquidità, di concentrazione e, in via correlata, sulla necessità di diversificare. In Spagna e Portogallo, le piattaforme devono anche avvertire della mancanza di controlli sul documento informativo da parte dell'autorità e della inapplicabilità delle tutele tipiche del settore finanziario e bancario tradizionale, quali i fondi di garanzia dei depositi²⁴². Nel Regno Unito, l'attuale regime non ha finora imposto un certo *format* o determinati dati da comunicare ma solo che venissero fornite informazioni appropriate, rilevanti ed utili per compiere una scelta informata. Tuttavia, dopo aver constatato livelli di *disclosure* molto diversi tra operatori e tendenzialmente insufficienti, la FCA ha recentemente proposto di introdurre precise specificazione in merito alle informazioni da fornire agli investitori, anche differenziate in base al modello operativo in essere (ad esempio, con *pricing* da parte delle piattaforma; scelta dei prestiti diretta da parte dell'investitore o allocazione tra prestiti effettuata dalla piattaforma attraverso algoritmi) (FCA 2018, pp. 45 ss.), e di *disclosure* continua (anche in merito ad andamento ed eventuali *default* e relative azioni intraprese) e finale (in merito all'effettivo raggiungimento degli eventuali target di investimento)²⁴³.

La normativa spesso richiede che la descrizione dettagliata dei progetti/ricieste di finanziamento sia reperibile in un'area del sito riservata ai soli utenti registrati (v. in Francia e Regno Unito) e pone esclusivamente a carico dei richiedenti (*crowd-borrower*) la responsabilità dell'esattezza e veridicità delle informazioni specifiche sui singoli progetti e sui singoli richiedenti. Fanno eccezione la legge spagnola che introduce la responsabilità della piattaforma per la completezza delle informazioni fornite in base alla normativa (artt. 71 e 73 *ley de fomento*) ed il Portogallo che richiede alla piattaforma di assicurare l'autenticità ed intellegibilità del documento informativo (art. 17 *Regulamento*). Sempre in Spagna è richiesto che tra le informazioni da fornire vi sia anche la percentuale di offerta sottoscritta via via da parte degli investitori "*acreditados*" e che le informazioni sui

242 Artt. L.548-6 e R.548-5 *CMF*; Artt. 60-61, 70, 74-76 e 83 *Ley de fomento*; Artt. 16-17, 19 *Lei 102/2015* e 13, 16 *Regulamento 1/2016*.

243 In particolare, si richiede di fornire chiare e precise informazioni non solo in merito alla natura dell'investimento e ai rischi ma anche al ruolo della piattaforma nella selezione dei richiedenti (natura ed estensione della *due diligence*, criteri e procedimento di ammissione dei *crowd-borrower*), nel *pricing* delle richieste di finanziamento (criteri e procedure di *credit risk* e valutazione sulla sostenibilità del prestito), nell'allocazione delle somme tra le diverse richieste, nelle procedure intraprese in caso di ritardo e inadempimento del debitore, alle misure esistenti in caso di fallimento della procedura ed il soggetto - e allo status regolamentare di questi - che sarà incaricato di assicurare continuità operativa, all'eventuale presenza e funzionamento di mercati secondari, alla presenza e funzionamento di fondi di garanzia e, in presenza di un certo rendimento atteso, criteri per determinarlo e probabilità di ottenerlo.

singoli progetti rimangano disponibili sul sito per almeno 12 mesi dalla chiusura dell'offerta (art. 72 *ley de fomento*).

L'attenzione delle normative nazionali in quanto a doveri informativi è concentrata sulla fase di sottoscrizione delle offerte, non richiedendosi particolari obblighi di informativa periodica agli investitori dopo la chiusura dell'offerta (tranne, si è visto, ancora a livello di proposta, per il Regno Unito: FCA 2018, p. 49).

Nella maggior parte delle legislazioni nazionali (Francia, Regno Unito e Spagna) vengono imposti poi rilevanti obblighi di *disclosure* anche nei confronti dei richiedenti (*crowd-borrower*): ad essere oggetto di informativa sono tassi di interesse applicabili, costi, commissioni ed altre condizioni contrattuali (piano di restituzione, durata, eventuale diritto di rimborso, ecc.). Si aggiungono anche avvertimenti sulle conseguenze in caso di inadempimento e sul rischio di indebitamento eccessivo²⁴⁴. Nel Regno Unito, in particolare, essendo stata la disciplina sul credito al consumo esplicitamente estesa a questo tipo di operazioni, i gestori delle piattaforme sono soggetti a tutti gli obblighi in essa contenuti (fra cui di indirizzare a forme di consulenza gratuita, effettuare la valutazione del merito creditizio e la verifica della sostenibilità del prestito, oltre ad informare sul diritto di recesso/ pentimento; cfr. *supra* §§ 7.2, 8.2).

Altri obblighi di condotta

Le varie legislazioni nazionali non impongono alle piattaforme, come regola generale, di valutare se l'impiego del denaro da parte del *crowd-investor* è adeguatamente commisurato alle condizioni patrimoniali del medesimo, né di verificare la sua pregressa esperienza nel settore o negli investimenti (nessun test paragonabile a quelli di adeguatezza o appropriatezza).

In Portogallo, le piattaforme devono solo richiedere ai *crowd-investor* una dichiarazione attestante la comprensione delle condizioni economiche, inclusi i relativi rischi (art. 8 *Lei* 102/2015). In Francia, i gestori devono solo fornire ai *crowd-investor* strumenti per auto-valutare la sostenibilità dell'investimento in considerazione delle risorse dichiarate, delle entrate annuali e del risparmio disponibile (Art. R 548-5, II *CMF*).

In Olanda, tuttavia, quando la somma impiegata supera i €500, le piattaforme devono eseguire un test per verificare che i *crowd-investor*: a) abbiano una conoscenza ed esperienza sufficiente a comprendere i rischi generali e quelli specificamente connessi con la piattaforma e con i singoli progetti che si finanziano; b) investano solo una parte limitata delle proprie risorse patrimoniali liberamente disponibili. Va precisato, ad ogni modo, che un risultato negativo del test comporta solo un avvertimento del *crowd-investor* ma non il blocco dell'operazione²⁴⁵.

²⁴⁴ Cfr. Art. R. 548-7 *CMF*(Francia); Artt. 76 e 88 *Ley de fomento* (Spagna).

²⁴⁵ Nell'opinione dell'AFM, l'investimento non dovrebbe sperare il 10% del beni del *crowd-lender* liberamente disponibili (Hakvoort 2016a).

In Spagna, le piattaforme devono valutare esperienza, conoscenza e abilità d'investimento e di decisione dei *crowd-investor* solo quando questi richiedano di essere considerati investitori "*acreditados*" (con la conseguenza di non essere soggetti a limiti massimi di investimento: cfr. *supra*); in ogni caso, i gestori sono tenuti ad un generale obbligo di agire nel miglior interesse del cliente (come le imprese di investimento; artt. 60 e 81 *Ley de fomento*).

La FCA britannica sta considerando l'ipotesi di estendere anche alle piattaforme di *marketplace lending* l'obbligo di condurre un test di appropriatezza (come già avviene per quelle di *marketplace investing*; FCA 2016a; cfr. ancora in questa collana il volume in materia di *equity-crowdfunding*; Macchiavello 2016; Macchiavello 2017).

Per quanto concerne poi la selezione dei richiedenti, in Spagna²⁴⁶ ed in parte in Olanda²⁴⁷, le piattaforme sono tenute ad operare con la **dovuta diligenza**; in Francia, esse devono solo rendere noti i criteri di selezione ed i controlli effettuati (artt. L.548-6(2) e R.548-5(3) *CMF*) ma vi è chi ritiene che si possa giungere, in base al diritto contrattuale, a ritenere sussistente in capo alle piattaforme un obbligo di diligenza nei confronti dei richiedenti in modo da limitare il rischio di loro indebitamento eccessivo (Olive 2016, p. 72). Nel Regno Unito, alle piattaforme è richiesto di agire con diligenza e professionalità, disporre di *governance* adeguata e di organizzare e gestire la propria attività efficacemente, con particolare riguardo alla gestione dei rischi, oltre che fornire un avvertimento agli utenti, in merito all'opportunità di eseguire un'ulteriore *due diligence* da parte loro prima di investire. La FCA ha recentemente proposto di introdurre specifici obblighi (proporzionati alla complessità del *business model*) di *risk management* – con riferimento al *pricing* dei prestiti in modo da assicurare che le piattaforme analizzino diligentemente il *credit risk* dei richiedenti e impieghino procedure adeguate di categorizzazione degli stessi in base al rischio e di relativo *pricing* dei prestiti, con requisiti aggiuntivi in caso di modelli che promettano dati tassi di rendimento – e, a seconda del modello impiegato e di una valutazione caso per caso, di *governance* (incluso l'obbligo di prevedere dei responsabili di *risk management*, *compliance* e *internal audit*) simili a quelli esistenti per *dealers* e gestori di portafogli (FCA 2018, pp. 33 ss.).

Alcuni degli ordinamenti esaminati prevedono esplicitamente, infine, ulteriori obblighi di condotta a tutela dell'investitore: obbligo di agire in modo corretto (Olanda) o nel miglior interesse del cliente (Spagna); obbligo di predisposizione di meccanismi di reclamo e di soluzione stragiudiziale delle controversie con i clienti (Regno Unito, Spagna, Portogallo, Olanda); obbligo di riconoscere agli utenti un diritto di recesso/pentimento (14 giorni nel Regno Unito e 24 ore in Olanda).

246 In base all'art. 66 *ley de fomento*, le piattaforme devono valutare i richiedenti con la dovuta diligenza ai fini dell'ammissione alla piattaforma.

247 Le piattaforme in Olanda devono avere una chiara politica di selezione dei richiedenti (che tenga almeno conto della storia di pagamenti di questi) e di valutazione del rischio (inclusa la capacità di restituzione dei richiedenti, con l'ulteriore obbligo di accettare solo le richieste di chi sia in grado di ripagare) (Hakvoort 2016a).

In materia di **conflitti di interesse**, i Paesi graduano diversamente i relativi obblighi, con regole tendenzialmente flessibili e lasciando ampia autonomia alle piattaforme²⁴⁸.

In particolare, in Spagna è previsto un semplice obbligo di pubblicazione delle politiche in materia (Art. 62 *Ley de fomento*), mentre in Portogallo sono richiesti adeguati presidi organizzativi per minimizzare i rischi di conflitto di interesse (Artt. 11 e 21 *Lei* 102/2015 e Art. 11 *Regulamento* 1/2016)²⁴⁹. Nel Regno Unito sussiste invece un obbligo di gestione adeguata dei conflitti di interesse, implicante l'adozione di misure per l'identificazione, neutralizzazione o quantomeno comunicazione di questi (sul modello delle imprese di investimento).

In tali discipline *ad hoc* sono spesso presenti anche specifici obblighi in materia di anti-terrorismo ed anti-riciclaggio (sul punto cfr. *infra* § 8.5).

10.6 Un primo raffronto comparativo

Tentando di fornire qualche prima valutazione di sintesi, dall'esame delle principali scelte regolatorie in tema di *marketplace lending* compiute in diversi ordinamenti europei emerge innanzitutto la tendenza a regolare il *marketplace lending* come un'attività a sé stante rispetto alle tradizionali attività riservate di natura finanziaria su cui ci si è sopra soffermati (§§ 3 e 7), nonché a far assumere alle piattaforme i contorni di una nuova forma di "intermediazione" ad operatività limitata in quanto a tipi di attività (essendo loro vietato lo svolgimento di per sé di attività coperte da riserva) e, spesso, mercato (i limiti massimi di offerta per progetto sembrano infatti restringere di fatto la fruibilità di tale canale alternativo di finanziamento ai consumatori e piccole imprese o comunque a renderlo uno strumento solo complementare ai tradizionali). L'attività di *marketplace lending* sembra potersi identificare con la messa in contatto e facilitazione dei prestiti, accompagnata comunque da servizi aggiuntivi e rilevanti quali la selezione dei richiedenti, l'assegnazione di una categoria di rischio agli stessi e categorizzazione delle richieste sotto altri parametri (durata, ammontare, ecc.) per facilitare la scelta dei *crowd-investor* e la gestione dei conseguenti rapporti contrattuali (incluso il recupero dei crediti).

Sembra inoltre potersi identificare una tendenza generale ad avvicinare, quanto a tipo di disciplina proposta, il *marketplace lending* all'ambito dell'intermediazione in materia di servizi di investimento: ci si riferisce in particolare alla notevole rilevanza assegnata alle regole di condotta e specialmente alla *disclosure* (anche in forma di avvertimenti), piuttosto che a regole prudenziali, e

248 La FCA, sempre nell'ambito delle recente proposta di rendere più puntuali e stringenti le norme applicabili alle piattaforme di *P2P lending*, intende imporre espressamente alle piattaforme di evitare commissioni, forme di remunerazione dei dipendenti o strutture organizzative che creino potenziali conflitti di interesse con i clienti (FCA 2018, pp. 40 ss.).

249 In Spagna, le piattaforme (che sono soggette ad un divieto generale di erogare finanziamenti), possono però partecipare, così come i loro *manager* e azionisti, ai prestiti pubblicati ed erogati attraverso il proprio sito internet fino ad un massimo del 10% per prestito e anche ricevere finanziamenti per sé fino al 10% dell'ammontare totale di prestiti presenti sulla piattaforma: Art. 63 *Ley de fomento*. In Portogallo, invece, i dipendenti e funzionari delle piattaforme non possono avere interessi contrapposti a quelli degli investitori.

alla circostanza che la scelta in merito alla vigilanza/controllo dei nuovi intermediari sia tendenzialmente ricaduta sull'autorità finanziaria non bancaria.

Tale scelta emerge abbastanza chiaramente non solo negli ordinamenti che hanno scelto di regolare allo stesso modo *marketplace lending* e *marketplace investing* mutuando molte norme dalla disciplina delle imprese di investimento, ma anche nei paesi che hanno optato per una disciplina distinta del *marketplace lending*, che comunque presenta numerosi punti di contatto con le regole rivolte alle piattaforme di *marketplace investing* (ad esempio, nella terminologia impiegata, nel procedimento di autorizzazione, in alcuni obblighi di condotta, nell'identificazione dell'autorità di vigilanza in quella del settore dei mercati ed investimenti).

Anche il regime applicabile risulta, pressoché ovunque – con l'eccezione parziale della Spagna²⁵⁰ –, una **semplificazione** rispetto a quello delle imprese di investimento (e, nei paesi che distinguono i due regimi, rispetto a quello del *marketplace investing*), con isolati casi in cui si impongono ai gestori obblighi aggiuntivi di diligenza nella selezione dei richiedenti (essendo generalmente sufficiente la trasparenza sui controlli e verifiche effettuati) o si introducono forme di responsabilità della piattaforma per completezza informativa. Pressoché ovunque le nuove normative cercano, inoltre, di rispondere in modo specifico ai rischi sollevati dalla operatività di queste piattaforme.

Esse pongono, in primo luogo, **requisiti di accesso all'attività** che, nel rispetto del principio di **proporzionalità**, garantiscano **serietà e professionalità**, **continuità operativa** e, in alcuni casi, **adeguata organizzazione** (specialmente con riferimento ai conflitti di interesse), senza impedire l'ingresso di nuovi operatori (attraverso, ad esempio, capitali minimi elevati). Sono infatti previsti requisiti a tutela del risparmio degli utenti quali **separazione patrimoniale** e **assicurazione professionale**.

Inoltre, la disciplina dell'attività e dei soggetti si focalizza su **regole di condotta** (anche al fine di gestire i conflitti di interesse) e di **trasparenza a tutela degli utenti**, sia *crowd-investor* che *crowd-borrower*. Talvolta, la protezione dell'investitore assume la nuova veste di **limiti massimi di investimento** per singolo progetto e, in generale, attraverso piattaforme nell'arco di un anno, quasi a voler bilanciare l'alleggerimento normativo per tale settore (necessario per la sua esistenza e sviluppo) con misure di contenimento dei rischi per gli investitori *retail* (liberi di avventurarsi in tale nuovo e alternativo settore purché avvertiti dei rischi e rischiando solo somme di limitato ammontare). Non mancano poi obblighi **anti-terrorismo/anti-riciclaggio** e di **accesso a procedure semplificate per reclami e gestione delle controversie**.

Ad ogni modo, si tratta di discipline che, pur dotate di tratti comuni che si sono sopra evidenziati, mostrano anche eterogeneità sotto numerosi profili – a partire dalla definizione di *marketplace lending*, di servizi e di prodotti coperti –, rivelandosi,

250 Cfr. Zunzunegui (2015, p. 28) il quale commenta che in Spagna si regolano di più le piattaforme di *crowdfunding* che i mercati regolamentati.

quindi, un ostacolo all'effettivo sviluppo dell'operatività *cross-border* delle piattaforme (anche in considerazione dell'applicabilità limitata al territorio nazionale) ed all'elaborazione di possibili regole comuni in vista di un'eventuale regolazione del settore a livello europeo (cfr. subito *infra* § 10.7 e 11).

10.7 Attività *cross-border* delle piattaforme di *marketplace lending* e ostacoli connessi all'odierno *framework* normativo

Come è stato descritto in precedenza, i *lending marketplace* svolgono generalmente alcune attività tipiche e sottoposte ad una normativa europea armonizzata (servizi di pagamento/moneta elettronica e, in certa misura, la concessione di finanziamenti) accanto ad attività non regolate.

Mentre le attività riservate e sottoposte ad un regime armonizzato a livello europeo potrebbero essere esercitate anche in altri Stati membri attraverso lo stabilimento di succursali o in libera prestazione di servizi avvalendosi del relativo passaporto europeo, quelle non regolate possono invece essere esercitate nei singoli Paesi dell'Unione solo rispettando le normative vigenti di volta in volta in ciascuno di essi²⁵¹.

Un ulteriore profilo di complessità deriva dal fatto che secondo la normativa europea la medesima attività è o meno coperta da passaporto anche in funzione del soggetto che la svolge: basti considerare, ad esempio, che la concessione di finanziamenti è esercitabile in libera prestazione di servizi o stabilimento di succursali se svolta da una banca ma non lo è se svolta da un agente finanziario o mediatore creditizio per conto della banca²⁵² oppure da un ente finanziario, diverso da una banca, a meno che quest'ultimo non sia controllato almeno al 90% da una banca capogruppo di gruppo bancario che risponda in solido delle obbligazioni del primo, rassicuri le autorità sulla sana e prudente gestione e sottoposto a vigilanza consolidata (art. 34 *CRD IV*).

Questo complesso quadro consegue a una tecnica normativa comunitaria che procede all'armonizzazione relativamente a determinate attività o a determinati soggetti facendo sì che siano coperte da passaporto solo quelle attività quando svolte da quei soggetti. Un tale approccio è all'evidenza inadatto a regolare in generale l'attività, e in particolare la sua dimensione *cross-border*, dei *lending marketplace* che, per definizione e a prescindere dal *business model* prescelto, svolgono di norma una pluralità di attività di cui solo alcune sottoposte a una disciplina armonizzata e, quindi, liberamente svolgibili in altri Paesi europei.

251 Sul tema delle attività *cross-border* e regolazione finanziaria, cfr. Portolano 2018, pp. 1791 ss.; Rossano 2018, p. 189 ss.; Bariatti 2018, pp. 196 ss.; Dagnino 2012; Moloney 2014, pp. 8-10; Walker e Purves 2014, pp. 87-89. In materia di problematiche connesse alla natura *cross-border* del *FinTech*, mi permetto di rinviare a Macchiavello (2019).

252 Allo stato attuale, infatti, l'unico ambito in cui è stato introdotto un passaporto europeo per "intermediari del credito" è quello dei mutui residenziali ai consumatori per i quali la recente *MCD* (cfr. §§ 7.2 e 8) ha creato una disciplina armonizzata (artt. 4, par. 1, n. 5, 29 e 32 *MCD*).

Pertanto, una piattaforma che operi nel proprio Paese d'origine in piena conformità con il quadro regolamentare vigente in tale Paese può operare in Stati diversi da quest'ultimo solo se: a) svolge ciascuna delle attività armonizzate in conformità con le relative discipline europee e nazionali che abbiano recepito le prime nel Paese d'origine; 2) si adegui alle specifiche discipline di ciascun Paese ospite con riferimento alle regole di competenza di quest'ultimo (ad esempio, con riferimento alle regole di condotta e sui prodotti in caso di attività bancaria *cross-border* o, sempre alle regole di condotta ma in misura minore, in ambito di servizi di investimento solo ove eserciti con stabilimento di succursali) e alle attività non armonizzate.

La varietà di servizi offerti dalla piattaforma e di qualificazioni degli stessi da parte dei singoli Paesi membri, in combinazione con il criterio di localizzazione geografica basata sulla "prestazione caratteristica"²⁵³, potrebbe ulteriormente complicare il quadro descritto.

Qualora poi il Paese ospite abbia già introdotto nel proprio ordinamento una disciplina organica delle attività delle piattaforme, questa potrebbe derogare, entro i limiti ammessi dal diritto europeo, a una o più delle normative armonizzate cui si è più sopra fatto cenno essendo speciale rispetto ad esse. In questa prospettiva, non si può non segnalare il rischio di un delicato problema di conflitto fra la normativa nazionale sui *lending marketplace* e le diverse discipline europee di cui si è detto, qualora la prima contenga disposizioni in contrasto con le discipline europee (ad esempio, norme che ostacolano o limitino anche solo con requisiti aggiuntivi lo svolgimento di attività di *crowdfunding* da parte di soggetti con autorizzazione "piena", quali le banche e le imprese di investimento) e, più in generale, con le libertà fondamentali riconosciute dal Trattato (valutazione quest'ultima che sarebbe da rimettere alla Corte di giustizia europea).

La legge spagnola prevede, ad esempio, l'applicazione della normativa nazionale sul *crowdfunding* e la conseguente necessità della relativa autorizzazione esclusiva (art. 48 *ley de fomento*, che esclude la possibilità per banche e imprese di investimento di offrire *crowdfunding*) non solo quando le piattaforme hanno sede in Spagna ma anche quando la sollecitazione proveniente da piattaforme con sede in altri Stati sia rivolta anche a residenti in Spagna o coinvolga imprese del paese, salvo che questi soggetti non partecipino per iniziativa propria. L'iniziativa propria è esclusa qualora la piattaforma pubblicizzi e promuova la sua attività in Spagna o diriga specificatamente i suoi servizi a finanziatori e richiedenti il finanziamento residenti nel territorio spagnolo (art. 47 *ley de fomento*).

In Francia, invece, la registrazione come *IFP* non è obbligatoria per la prestazione di servizi di *marketplace lending* (dal momento che questi servizi possono essere svolti anche da banche e da altri intermediari autorizzati tradizionali) ma può

253 Cfr. Commissione Europea (1997).

essere richiesta solo da piattaforme francesi²⁵⁴ (che possono peraltro beneficiare anche di un regime semplificato come IP nel caso offrano direttamente servizi di pagamento). Di conseguenza, le piattaforme straniere, interessate ad offrire i propri servizi in Francia, dovrebbero stabilire una sede nel territorio francese per beneficiare del regime speciale di favore. Nulla viene specificato, invece, in merito alla nazionalità di investitori e richiedenti.

La legge olandese (ed in particolare i limiti di prestito/investimento ivi contenuti) si applica alle piattaforme che operano in Olanda sulla base di un'espressa esenzione rilasciata dall'autorità olandese, indipendentemente dalla nazionalità di investitori e richiedenti (per i quali potrebbero entrare in gioco anche altre normative straniere). I *lending marketplace* stranieri (salvo che siano gestite da istituti di credito), per operare nel paese, devono ottenere un'espressa esenzione dall'*AFM* sia in caso di prestiti ai consumatori (come meri intermediari o come prestatori) che di prestiti alle imprese (in base al nuovo procedimento semplificato introdotto nel 2016) (Hakvoort 2016a, p. 1; Hakvoort 2016b, p. 107).

La disciplina inglese, invece, trova applicazione non solo in caso di piattaforme con sede nel Regno Unito ma anche in presenza di investitori o richiedenti residenti nel Paese, in quanto l'offerta di prodotti di investimento (compresi prestiti o prodotti ibridi) a cittadini inglesi così come l'invito rivolto a soggetti inglesi ad emettere *securities (financial promotion)* o ad operare tramite una piattaforma di *P2P lending ("operating an electronic system in relation to lending")* o a ricevere crediti al consumo o mutui residenziali costituiscono tutte *regulated activities* e pertanto richiedono un'autorizzazione da parte della *FCA* (Blair e Smith 2016, pp. 141-142)²⁵⁵.

La disciplina tedesca si applica indipendentemente dalla localizzazione delle piattaforme tutte le volte in cui l'offerta sia rivolta ad investitori tedeschi. Un'impresa di investimento *MiFID* dovrebbe comunque poter svolgere attività di *FR-crowdfunding* in Germania grazie al relativo passaporto europeo ma il fatto che la Direttiva in questione non copra tutto il perimetro applicativo della disciplina nazionale *ad hoc* (restano ad esempio fuori i prestiti subordinati) fa dubitare alcuni interpreti di tale conclusione (benché l'autorizzazione prevista nell'ambito della disciplina nazionale sia subordinata a requisiti sicuramente meno stringenti di quelli richiesti al fine di essere autorizzati come imprese di investimento *MiFID*), per cui l'impresa d'investimento potrebbe dover presentare domanda di autorizzazione ai sensi del *GewO* (Gajda 2017, pp. 250-260).

254 La limitazione di accesso alle sole piattaforme francesi viene dedotto dall'obbligo contenuto nell'art. L548-3 *CMF* di iscriversi nel registro *ORIAS* che ammette solo soggetti con sede in Francia (mentre per i *CIP* è l'art. 547-3, comma 1, *CMF* che espressamente impone la sede in Francia) (de Lambertye-Autrard, Kleiner e Usunier, 2015, p. 16).

255 In alcuni paesi, ad esempio, offerta ed emissione – anche se per il tramite di una piattaforma straniera – di prodotti finanziari ad investitori ivi residenti o da parte di imprese ivi aventi sede legale richiede la redazione di un prospetto informativo ed il rispetto di normative nazionali in materia di *financial promotions* (v. Regno Unito); in altri paesi, invece, facilitare o comunque concorrere all'erogazione di prestiti al consumo o a piccoli imprenditori determina l'applicazione di una normativa specifica derivata dalla *CCD* (cfr. anche Commissione Europea 2017a; Gajda 2017).

La normativa speciale austriaca si applica solo qualora vi sia un'offerta rivolta ad investitori austriaci e, allo stesso tempo, la stessa riguarda imprese austriache (Gajda 2017, p. 41).

La legge portoghese non contiene disposizioni sull'ambito territoriale di applicazione della medesima, per cui sembrerebbero poter accedere al regime speciale anche soggetti stranieri (che vogliono rivolgersi ad investitori portoghesi *retail*). Inoltre, sono ammessi a fornire servizi di *marketplace lending* anche alcune tipologie di intermediari tradizionali, per cui operatori stranieri autorizzati nel proprio paese d'origine e beneficianti di un passaporto europeo (ad esempio, IP/IMEL, banche ed imprese di investimento) dovrebbero poter gestire piattaforme di *FR-crowdfunding* in regime di mutuo riconoscimento (rispettando gli obblighi di trasparenza e condotta aggiuntivi previsti dalla normativa speciale, con conseguenti parziali limitazioni al proprio passaporto).

Dato lo scenario sin qui rappresentato, non sorprende che l'attuale, limitato svolgimento *cross-border* dell'attività di *marketplace lending* in Europa – le cui modeste dimensioni emergono in modo netto dai dati empirici più sopra esposti, cfr. § 4.1.5) – sia l'esito anche di un *framework* normativo complessivamente non favorevole allo sviluppo di un mercato unico di questo tipo di attività²⁵⁶.

Del resto, come meglio si vedrà nelle pagine seguenti, proprio l'intenzione di favorire l'attività *cross-border* dei *marketplace lending* e *investing* costituisce una delle leve principali della scelta della Commissione europea di predisporre, nell'ambito del *FinTech Action Plan*, la Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (*European Crowdfunding Service Providers – ECSPs*) (cfr. *infra* § 11). Nella Relazione accompagnatoria si scrive espressamente, infatti, che lo scopo della Proposta di Regolamento è quello di agevolare l'ampliamento dei servizi di *crowdfunding* nel mercato interno, rendendo tale metodo di finanziamento più ampiamente disponibile a vantaggio sia di chi è alla ricerca di fondi sia degli investitori in tutti gli Stati membri.

11 Prospettive di regolazione del *crowdfunding* a livello europeo

E. Macchiavello

11.1 La regolazione del *crowdfunding* a livello europeo: *l'Inception Impact assessment* della Commissione Europea

La Commissione europea aveva inizialmente assunto nei confronti del *crowdfunding* un atteggiamento "*wait, study, and see*", limitandosi per anni alla mera osservazione del fenomeno, in ragione della sua ancora contenuta dimensione e della

²⁵⁶ Sul punto si segnalano i recenti e approfonditi Commissione Europea (2017a) e Gajda (2017).

necessità di non soffocarlo anzitempo²⁵⁷. E ciò nonostante l'inclusione del *crowdfunding* nel perimetro di interesse della *Capital Markets Union*, in particolare con riferimento all'obiettivo di ampliare l'accesso a fonti di finanziamento a *start-up* e PMI²⁵⁸.

Più di recente, tuttavia, la Commissione ha mostrato di aver cambiato avviso²⁵⁹, manifestando l'intenzione di assumere un'iniziativa legislativa avente ad oggetto la regolazione dell'*investment-based crowdfunding* e *lending-based crowdfunding*. La base giuridica è stata individuata dalla Commissione (nel "*Inception Impact Assessment*" dell'ottobre 2017, preliminare rispetto all'adozione di una "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*") nell'art. 114 TFEU, sul cui fondamento possono essere adottate misure per l'avvicinamento delle normative nazionali al fine di favorire lo sviluppo dell'attività delle piattaforme anche *cross-border* nel mercato interno, proteggendo gli utenti delle stesse e quindi aumentando la fiducia.

Nel documento in questione, la Commissione aveva identificato, quattro alternative opzioni regolatorie del *marketplace lending* e *marketplace investing* a livello europeo²⁶⁰. Oltre all'opzione consistente nel limitare l'intervento in questione a studi e circolazione di *best practices*, veniva considerato un approccio minimo basato su forme di *self-regulation* "incentivata" dalla Commissione: quest'ultima avrebbe fissato dei requisiti minimi sulla base dello studio dei regimi nazionali esistenti e delle *best practices*, cui gli operatori avrebbero scelto di adeguarsi in modo volontario, spinti dall'obiettivo di rassicurare gli utenti.

La terza via prospettata era l'armonizzazione della disciplina applicabile al *FR-crowdfunding* attraverso la riconduzione del fenomeno all'interno di discipline europee già esistenti (rispettivamente, parrebbe, la disciplina degli istituti di pagamento e quella dei mercati regolamentati), da adattarsi mediante l'introduzione di disposizioni *ad hoc* e la previsione di un'autorizzazione specifica per i gestori di *marketplace* volta a consentire l'operatività *cross-border* calibrando requisiti di *governance* e trasparenza «*in a proportionate way ensuring investor protection and*

257 Ancora in uno studio del 2016 la Commissione concludeva come segue: «*Given the predominantly local nature of crowdfunding, there is no strong case for EU level policy intervention at this juncture. Crowdfunding is still relatively small and needs space to innovate and develop. Given the dynamism of crowdfunding and the potential for future cross border expansion, it will be important to monitor the development of the sector and the effectiveness, and degree of convergence of, national regulatory framework*» (Commissione Europea 2016b).

258 Cfr. numerosi documenti fra cui: Commissione Europea (2015); Commissione Europea (2016b); più recentemente, Commissione Europea (2017b) e Commissione Europea (2017c), pp. 30 ss.

259 Il *Regulatory Scrutiny Board* della Commissione Europea, in occasione della sua opinione sull'*Impact Assessment* in merito alla proposta di regolamento sui "*European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*" (SEC(2018) 131 final, 8 marzo 2018, disponibile al link: https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-113_en#initiative-details), ha criticato il documento della Commissione per non giustificare adeguatamente la necessità e l'urgenza di un intervento europeo in materia e ha sottolineato come non siano chiare le motivazioni che hanno determinato un cambiamento repentino di opinione della Commissione europea sulla necessità di un'iniziativa legislativa europea rispetto alla posizione cauta manifestata nei precedenti *Capital Markets Union Action Plan* e *Working Document on Crowdfunding*. Fra i presumibili motivi di un tale mutamento di approccio può ragionevolmente addursi anche la ben comprensibile volontà di attrarre, in seguito alla *Brexit*, parte dell'immenso mercato britannico della finanza alternativa.

260 Per un primo commento, cfr. Macchiavello (2018b).

sector integrity [...]». A questa strada veniva accostata l'ipotesi dell'introduzione di una direttiva ad hoc in materia di FR-crowdfunding, che riprendesse tuttavia elementi già presenti nelle discipline summenzionate (IP e mercati regolamentati), da recepirsi attraverso normative nazionali.

La quarta strada, infine, prevedeva una disciplina basata sull'introduzione di una autorizzazione europea il cui rilascio avrebbe permesso alle piattaforme di condurre la loro attività di crowdfunding cross-border negli altri Stati membri in regime di mutuo riconoscimento (opt-in). Le piattaforme interessate a operare solo a livello nazionale sarebbero rimaste soggette ai regimi previsti dai singoli Paesi membri.

Le prime due opzioni (*status quo/no action* e *self-regulation*) non avrebbero potuto ovviamente costituire reali soluzioni ai problemi sopra riscontrati, in quanto non in grado di superare gli ostacoli rappresentati dalla presenza di una pluralità di discipline nazionali e dal possibile contrasto con alcune normative europee. D'altra parte, appariva comunque discutibile l'equiparazione da parte della Commissione, all'interno della strada numero tre, tra l'opzione di modificare alcune normative europee per adattarle al *FR-crowdfunding* e quella di fissare una disciplina unitaria *ad hoc*. Nel primo caso, infatti, si sarebbero presumibilmente superati gli ostacoli giuridici rappresentati dalle normative nazionali ed europee (forse anche nel rispetto del *level-playing field* con il settore finanziario tradizionale) ma, al contrario del secondo caso, in maniera disorganica, con il rischio di sovrapposizioni, lacune e mancanza di chiarezza.

Le soluzioni che apparivano quindi più opportune erano la regolazione europea *ad hoc* (numero 3, seconda variante) e la regolazione europea con *opt-in* (numero 4), in maniera non difforme da quanto sostenuto da tempo in dottrina²⁶¹.

11.2 La proposta di regolamento europeo in materia di *European Crowdfunding Service Providers (ECSPs)*

Il regime europeo proposto: opt-in ed esenzione dalla MiFID

Congiuntamente all'*Action Plan* sul *FinTech*²⁶², la Commissione ha pubblicato, l'8 marzo 2018, una **proposta di Regolamento europeo in materia di *European Crowdfunding Service Providers* (Commissione Europea 2018d)²⁶³**,

261 In merito a proposte sull'istituzione di un regime *ad hoc* a livello europeo per il *marketplace lending* ed il *marketplace investing* nel loro modello più semplice, con il rinvio invece ad altre discipline del settore tradizionale (con adattamenti) per i modelli più complessi, cui le piattaforme possano ricorrere per sfruttare il passaporto europeo, cfr. Macchiavello 2015; Macchiavello 2016; Macchiavello 2017; Ferrarini e Macchiavello 2017; Macchiavello 2018a; Ferrarini e Macchiavello 2018; Ahern 2018; .

262 Cfr. Commissione Europea (2018).

263 *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, COM(2018) 113 final. Cfr. anche *Commission Staff Working Document - Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on Markets in Financial Instruments*, SWD(2018) 56. Entrambi i testi sono disponibili al seguente link: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com->

mostrando di prediligere l'ultima tra le quattro opzioni alternative prospettate nel "*Inception Impact Assessment*".

Nella proposta di Regolamento si introduce, in deroga alla disciplina *MiFID*²⁶⁴, un regime europeo di natura opzionale (*opt-in*): è rimessa, infatti, alle piattaforme intenzionate ad operare nel quadro del nuovo regime la scelta relativa al presentare o meno domanda di autorizzazione all'*ESMA* (rinunciando all'eventuale autorizzazione nazionale o come imprese di investimento), sottoponendosi in tal caso alle regole europee sia per le operazioni nazionali che per quelle *cross-border*.

Va precisato, tuttavia, che il rilascio dell'autorizzazione da parte di *ESMA* e l'applicazione del nuovo regime non sono in alcun modo subordinati a un programmato o effettivo stabilimento da parte della piattaforma di succursali in più di uno Stato membro né alla prestazione di servizi *cross-border*. L'art. 10(9) vieta, anzi, in modo esplicito ai Paesi membri di imporre alle piattaforme autorizzate in base al regolamento la presenza fisica – sede/succursale – in uno Stato membro diverso da quello in cui abbiano la sede principale. Di conseguenza, l'opzione a favore del regime europeo potrebbe essere esercitata dal gestore della piattaforma nella prospettiva dello svolgimento di attività *cross-border*, come anche – nel caso di operatività solo nazionale – per evitare il rischio di un'eventuale riconduzione, da parte delle autorità nazionali, dell'attività svolta nell'ambito di normative europee armonizzate (ad esempio, *MiFID II*) oppure per sottrarsi dall'applicazione di un regime nazionale *ad hoc* che dovesse risultare più gravoso. Ad ogni modo (e a prescindere dagli appena evidenziati rischi di *regulatory arbitrage*), la scelta a livello europeo di un regime *opt-in* conduce inevitabilmente alla coesistenza sul medesimo territorio nazionale di fornitori di servizi di *crowdfunding* operanti sulla base di differenti autorizzazioni e, quindi, soggetti a diverse discipline. Esito quest'ultimo che potrebbe essere in grado di generare situazioni di confusione e di incertezza per gli utenti, rischiando di ostacolare l'obiettivo di sviluppo del settore cui l'introduzione del regime europeo esplicitamente mira.

Il Comitato per gli affari economici e monetari del Parlamento Europeo (ECON) in un *draft report* del 10 agosto 2018 (European Parliament/ECON 2018a), confermato nella versione del *report* approvata il 9 novembre 2018 (European Parliament/ECON 2018b) ed in quella contenuta nella recente Risoluzione del Parlamento Europeo del 27 marzo 2019 (European Parliament 2019) ha proposto di investire le autorità nazionali, anziché l'*ESMA*, del compito di vigilare sugli *ECSPs*: tale emendamento, pur apparendo più rispettoso delle autonomie nazionali e rispecchiando maggiormente l'attuale ritorno dei nazionalismi e della difficoltà di raggiungere un accordo anche in merito alla *review* delle *ESAs* e al relativo potenziamento dei compiti dell'*ESMA*, non appare comunque in grado di ridurre il

2018-113_en#initiative-details. Per un primo commento mi permetto di rinviare a Macchiavello, Feedback on the European Commission "Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business", (11 May 2018), https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649/feedback/F11570_en?p_id=181605.

264 Cfr. il nuovo art. 2(1)*p* *MiFID II* contenuto nella "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments", COM(2018) 99 final, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-113_en#initiative-details.

regulatory arbitrage o il rischio di confusione sul regime applicabile da parte degli investitori²⁶⁵.

La proposta di regolamento, ad ogni modo, è al momento ancora *in itinere* (avendo il Parlamento richiesto alla Commissione di presentarne una nuova versione alla luce delle modifiche dallo stesso suggerite e comunque essendo anche necessario il consenso nel Consiglio) ed il suo testo, a seguito delle negoziazioni in corso, potrebbe subire notevoli - e allo stato attuale imprevedibili - modifiche.

Ambito di applicazione della disciplina europea e casi di esclusione: tipologia di attività

Venendo ora ad esaminare il perimetro applicativo della proposta di Regolamento, va innanzitutto osservato che essa si rivolge solo a fornitori di servizi di *crowdfunding*, ovvero servizi che "consentono l'abbinamento (*matching*) tra l'interesse a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti, tramite piattaforme di *crowdfunding*" (art. 3(1)a), venendo queste ultime definite come "un sistema di informazione elettronico gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*"²⁶⁶. Più in dettaglio, l'attività deve assumere la forma della "agevolazione nella concessione di prestiti" e/o del "collocamento senza impegno irrevocabile (ai sensi del punto 7 della sezione A dell'allegato I alla Direttiva *MiFID* II n. 2014/65/EU) di valori mobiliari (*transferable securities*) emessi da titolari di progetti o della "ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti" (ai sensi del punto 1 della sezione A dell'allegato I alla *MiFID* II) relativamente a tali valori mobiliari.

L'autorizzazione europea sembra perciò coprire solo il modello "*marketplace*" versione base, che si sostanzia nella messa in contatto di richiedenti e finanziatori. Tuttavia, non è chiaro quali modalità possa assumere tale abbinamento e fin dove possa spingersi. Infatti, l'attività principale viene definita di "abbinamento" e l'art. 4 permette alla piattaforma di esercitare discrezionalità nella fissazione dei parametri per la gestione degli ordini dei clienti (in ciò ricordando la normativa *OTF*) ma il considerando 35 afferma invece che «*Crowdfunding service providers should not be able to provide any discretionary or non-discretionary matching of buying and selling interest [...]*». Salvo che il considerando non si riferisca solo ad un contesto di mercato secondario, esso sembrerebbe in parte contraddire la definizione sopra riportata del servizio di *crowdfunding* ed in parte suggerire che le piattaforme debbano limitarsi a mettere in contatto le due parti e poi lasciare che queste negozino tra loro o comunque evitare di svolgere un ruolo decisivo nell'identificazione di domanda e offerta compatibili. Tale interpretazione taglierebbe di conseguenza fuori il modello attualmente preponderante in Italia dell'abbinamento automatico.

265 Il *draft report* dell'ECON aveva esteso anche ai fornitori di servizi di *crowdfunding* con sede in paesi terzi la possibilità di offrire i servizi *cross-border* in Europa, purché fossero stati autorizzati nel paese di origine, quest'ultimo avesse una normativa e vigilanza ritenute equivalenti dalla Commissione e si fossero registrati presso l'ESMA. (European Parliament/ECON 2018a). Tale disposto è stato eliminato nel rapporto finale (European Parliament/ECON 2018b e European Parliament 2019).

266 Non è, peraltro, del tutto chiaro che differenza intercorre tra l'attività di gestione - "*operate*" - e quella di amministrazione - "*manage*".

Ad ogni modo, se gli operatori volessero offrire servizi più complessi (anche riconducibili ai servizi di consulenza o gestione di portafogli o a fondi alternativi, ad esempio), dovrebbero, a seconda dei casi, richiedere un'autorizzazione "piena" in base alla disciplina *MiFID* (perlomeno quando i prodotti offerti siano strumenti finanziari) o seguire quanto previsto dalle normative nazionali. Gli emendamenti alla proposta di regolamento suggeriti dal Comitato Economico e Monetario del Parlamento Europeo (ECON) (e di conseguenza anche da quest'ultimo) prevedono invece l'inclusione, tra i servizi ammessi, della consulenza in materia di investimenti e servizi comportanti il *pricing* e *packaging* anche di prestiti - solo in questo secondo caso sottoposti a regole più severe (l'obbligo di predisporre sistemi di *risk management* e *planning* adeguati e di redazione del documento informativo sintetico a carico della piattaforma con informazioni sulla piattaforma, sistemi interni e performance storica) - (Parlamento Europeo/ECON 2018b; Parlamento Europeo 2019)²⁶⁷.

D'altra parte, il regime europeo in discorso è incompatibile non solo con l'autorizzazione nazionale per i servizi di *crowdfunding* ma anche con l'autorizzazione come imprese di investimento ex art. 7 *MiFID* II (art. 2(2)b). Queste ultime, se interessate ad offrire servizi di *crowdfunding*, dovrebbero quindi sottostare alla disciplina *MiFID* (a differenza dei gestori autorizzati dall'*ESMA*). Sotto questo profilo, tuttavia, non risulta chiaro se e come tali imprese potrebbero svolgere servizi di *crowdfunding* nella forma di agevolazione della concessione di prestiti anche considerata l'assenza nel settore *lending* tradizionale di una disciplina armonizzata e quindi di un passaporto (diverso da quello bancario) in assenza di servizi di investimento su strumenti finanziari (e quindi qualora i contratti di credito non siano qualificabili come strumenti finanziari). L'impossibilità per le imprese di investimento di accedere a tale regime speciale potrebbe quindi porre le stesse in una situazione più svantaggiosa rispetto ai fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati dall'*ESMA* e assoggettati al regime europeo²⁶⁸. Il Comitato Economico e Sociale Europeo, pur apprezzando in generale la proposta della Commissione, ha ritenuto che la stessa non assicurasse un *level playing field* con gli operatori tradizionali (Comitato Economico e Sociale 2018).

I fornitori di *crowdfunding* non sono esentati da altre normative per cui, ad esempio, non potranno accettare depositi o altri fondi rimborsabili presso il pubblico nel rispetto del divieto contenuto nel pacchetto *CRR/CRD IV*, né detenere fondi dei clienti e fornire servizi di pagamento salvo che tali fondi siano destinati alla fornitura dei servizi di pagamento relativi ai servizi di *crowdfunding* ed il fornitore di servizi di *crowdfunding* (o il fornitore terzo che agisce per suo conto) sia

267 Il *draft Report* dell'ECON aveva frettolosamente incluso anche i servizi connessi alle *Initial Coin Offerings (ICOs)* (affidandosi alla Commissione il compito di fissare regole adeguate; European Parliament/ECON 2018a) ma la bozza finale del *report* omette di trattare anche di *ICOs* (European Parliament/ECON 2018b; European Parliament 2019).

268 D'altra parte, in presenza di imprese *MiFID* che volessero svolgere anche *marketplace lending*, benché i prestiti non siano coperti dal passaporto *MiFID*, sulla base dei principi generali in materia di libertà europee, sarebbe difficile per il paese ospite sostenere che il regime applicabile alle piattaforme di *marketplace lending* nello stesso o ai soggetti autorizzati ad intermediare crediti o ad erogarli direttamente non superi il "*general good test*", ad esempio, essendo più severo di quello *MiFID*, salvo che nel paese in questione non sussista una riserva bancaria (cfr. Macchiavello 2016; Ferrarini e Macchiavello 2017).

un IP (art. 9)²⁶⁹. In tal modo, si recuperano anche gli obblighi derivanti dalla normativa *AML/CT*, che sarà applicata dall'IP. Il Parlamento Europeo propone invece di sottoporre direttamente i fornitori di servizi di *crowdfunding* alla normativa in materia di antiriciclaggio, comunque nel rispetto del principio di proporzionalità secondo quanto sarà deciso dalla Commissione (European Parliament/ECON 2018b; European Parliament 2019).

Sono invece espressamente sottratte dal perimetro di operatività delle regole in discorso le forme di *donation* e *reward crowdfunding*²⁷⁰ che, in base a quanto ritenuto dalla Commissione, non coinvolgendo prodotti finanziari, non determinano il sorgere delle relative asimmetrie informative e perciò non richiederebbero una disciplina analoga a quella suggerita (la cui applicazione apparirebbe sproporzionata)²⁷¹.

(segue) tipologie di prodotti

Come si è visto, il regime europeo copre sia prestiti (anche non negoziabili e quindi non assimilabili a strumenti finanziari di debito) che valori mobiliari. Tuttavia, è opportuno anche sottolineare che, al contrario di quanto era stato finora prospettato dalla Commissione, il *marketplace lending* e il *marketplace investing* sono stati assoggettati alla medesima disciplina (cfr. anche la definizione di "investitore" di cui all'art. 3(1)g la quale assimila totalmente il *crowd-lender/investor* a chi investe in valori mobiliari), come avviene, si è visto, in Spagna e Portogallo, al contrario invece del Regno Unito dove vengono apprestate misure più protettive e previsti limiti stringenti in presenza di investimenti in "*not easily realisable securities*". Tale scelta non solo riflette l'idea che *marketplace lending* e *marketplace investing* abbiano rilevanti punti di contatto (anche qualora il credito non sia negoziabile) e che l'attività delle piattaforme si collochi a cavallo tra due settori tradizionalmente ritenuti lontani, ma consente altresì di superare l'assenza di armonizzazione a livello europeo in materia di erogazione di finanziamenti e le rilevanti differenze disciplinari riscontrabili nei vari ordinamenti nazionali. Tuttavia, benché tale approccio di fondo risulti condivisibile, non sembra opportuno invece ignorare o sottovalutare eccessivamente alcune diversità (anche in termini di rischi) riscontrabili tra il mondo prestiti/strumenti di debito e il mondo *equity* che potrebbero giustificare, pur partendo da una normativa comune, parziali differenze disciplinari (Macchiavello 2017, pp. 674 ss. e 721; Ferrarini e Macchiavello 2018).

269 La disposizione in discorso non è, peraltro, chiarissima poiché sembrerebbe limitare l'operatività dei fornitori di servizi di *crowdfunding* che abbiano anche ottenuto l'autorizzazione come IP ai soli servizi di pagamento strumentali all'attività di *crowdfunding*, limitazione non immediatamente comprensibile alla luce dei requisiti richiesti per diventare IP salvo che non la si interpreti come create una nuova forma di IP ibrido finanziario, in cui i servizi di pagamento siano solo ancillari all'attività principale di *crowdfunding*. In ogni caso sarebbe utile specificare che la piattaforma possa anche sommare lo status di agente di IP al ricorrere delle relative condizioni (e a questo provvede rapporto dell'ECON: European Parliament/ECON 2018b).

270 Gli aspetti giuridici del *reward-crowdfunding*, per lungo tempo inesplorati, sono trattati da Laudonio (2017).

271 Tale esclusione può far sorgere il dubbio della riconducibilità o meno al nuovo regime del *marketplace lending* a titolo gratuito, in cui la mancanza dell'aspettativa di un ritorno economico potrebbe far dubitare dell'opportunità di applicare le nuove regole.

Sono esclusi i servizi di *crowdfunding* forniti a titolari di progetti qualificabili come consumatori ai sensi dell'art. 3(1)a della *CCD*, restando perciò coperti solo i prestiti alle imprese (considerando 8 e art. 2(2)a). Tale esclusione è esplicitamente giustificata dallo svolgersi dell'iniziativa legislativa in questione nell'ambito della *Capital Markets Union* (con riferimento all'obiettivo di ampliamento delle fonti di finanziamento delle sole PMI), nonché dalla presenza, a livello europeo, di normative consumeristiche a tutela dei prenditori di credito consumatori. Il riferimento all'applicabilità della *CCD* in presenza di riceventi consumatori non risulta però immediatamente comprensibile. Come si è visto più sopra, infatti, l'applicazione della Direttiva in questione non è scontata nell'ipotesi in cui non sia il gestore della piattaforma ad essere qualificabile alla stregua di "finanziatore" (ai sensi dell'art. 3(1)b *CCD*: cfr. *supra* §§ 7.2 e 8.2) bensì il finanziamento sia erogato da *crowd-investor* al di fuori dell'esercizio di un'attività professionale (e quindi senza poter essere qualificati come "finanziatori" ai sensi della Direttiva in questione).

Data la formulazione della proposta di regolamento, residuano, inoltre, dubbi in merito a quei prodotti che, in base alle interpretazioni nazionali, non rientrano nel concetto di prestiti né in quello di valori mobiliari e che, in assenza di un intervento definitorio chiarificatore della Commissione (anche ai sensi dell'art. 4(2) *MiFID II*) potrebbero restare esclusi o, comunque, continuare a ricevere trattamenti diversificati a seconda dei regimi e delle tendenze interpretative nazionali. Si pensi ad esempio, con riguardo all'Italia, alle quote di s.r.l., che, secondo parte degli interpreti, pur potendo essere standardizzate, offerte al pubblico e trasferite in base alla disciplina in materia di *equity crowdfunding* e di PMI, continuerebbero a non rientrare tra i valori mobiliari (a causa del persistente divieto ex art. 2468, comma 1, c.c. di incorporare le quote di s.r.l. in titoli liberamente trasferibili secondo le relative regole); oppure, alle partecipazioni in associazioni in partecipazione, da alcuni considerate strumenti finanziari in Italia ma non in Germania o Austria; ancora, in Germania, i prestiti subordinati (i prodotti di *marketplace lending* più diffusi nel paese) sono qualificati come prodotti finanziari ma non valori mobiliari o strumenti finanziari, anche se trasferibili (ma potrebbero essere coperti dalla disciplina europea se s'intendesse prevalente la natura di prestiti ad imprese). Su questi aspetti incidono ovviamente anche le rilevanti differenze in materia di diritto societario ancora sussistenti tra gli Stati membri (Macchiavello 2017): ad esempio, in Italia, le s.r.l. (il tipo societario più diffuso nel nostro paese) possono emettere titoli di debito solo nei limiti di cui all'art. 2483 c.c. (in caso di PMI sono invece esclusi i limiti quantitativi di emissione), tra cui figura la sottoscrizione da parte di soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (che rispondono della solvenza in caso di successiva circolazione). Di conseguenza, una s.r.l. italiana potrebbe chiedere prestiti senza limiti attraverso una piattaforma di *crowdfunding* europea e offrire al pubblico quote di partecipazione solo attraverso una piattaforma italiana (la disciplina europea non potrebbe trovare applicazione se si considerassero tali quote non rientranti nella nozione giuridica di valori mobiliari) ma potrebbero offrire titoli di debito (o *mini-bond* se piccole e medie imprese - non micro) solo se la piattaforma (europea o nazionale) riservi la sottoscrizione ad investitori professionali.

Infine, il corrispettivo totale massimo per le offerte riguardanti singoli progetti effettuate attraverso i portali nell'arco di 12 mesi dovrebbe essere mantenuto entro € 1 milione (art. 2(2)d), ammontare corrispondente al limite di esenzione obbligatoria dall'obbligo di prospetto in base al nuovo Regolamento UE n. 2017/1129. Come si è visto *supra*, il Regolamento Prospetto e la relativa esenzione obbligatoria concernono solo l'offerta di strumenti finanziari ma, in caso di offerta attraverso piattaforma, il limite in questione si applicherebbe anche ai prestiti, pure quando non considerabili strumenti finanziari. Questa limitazione dimensionale, insieme all'esclusione dei servizi più complessi o riconducibili a servizi di investimento diversi dal collocamento e ricezione/trasmissione di ordini, fa sì che il regime europeo appaia pensato per piattaforme di piccole-medie dimensioni in espansione che si rivolgono a PMI (anche se ciò non rappresenta un requisito esplicito) e verranno sottoposte alla *MiFID* al raggiungimento di dimensioni più significative o in caso di evoluzione verso *business models* più complessi. Le criticità collegate ad un livello così contenuto delle offerte sono emerse nell'ambito della consultazione così come del parere del Comitato Economico e Sociale (Comitato Economico e Sociale 2018), per cui il Parlamento Europeo ha proposto di innalzare a € 8 milioni tale limite (corrispondente alla nuova soglia di esenzione facoltativa dall'obbligo di Prospetto) (European Parliament 2019).

Autorizzazione e vigilanza: il ruolo dell'ESMA

Passando ora ad esaminare i profili disciplinari della proposta di regolamento in oggetto, per quanto concerne il procedimento di autorizzazione delle persone giuridiche²⁷² che intendono fornire servizi di *crowdfunding*, l'*ESMA* – entro 2 mesi dal ricevimento della domanda – è chiamata a prendere una decisione sulla base della verifica della sussistenza di una serie di requisiti soggettivi e oggettivi, nessuno dei quali specifico di carattere patrimoniale o prudenziale. Da quest'angolo visuale va osservato, peraltro, come non sia neppure richiesta una copertura assicurativa, che potrebbe invece essere opportuna in considerazione dei rischi comunque connessi allo svolgimento di questo tipo di servizi ed in comparazione con la diversa scelta fatta in punto di assicurazione dalla *PSD2* e relative linee guida dell'EBA per gli *Account Information Services Providers (AISP)*²⁷³. Il *Report* dell'ECON (e conseguente Risoluzione del Parlamento Europeo) introduce invece tra i requisiti di autorizzazione anche risorse adeguate o copertura per far fronte alla propria responsabilità professionale.

Fra i requisiti oggetto di verifica indicati dalla Proposta figurano i seguenti: status giuridico e statuto del gestore; programma di attività con descrizione delle tipologie di servizi che si intendono svolgere (l'autorizzazione non è generale ma copre lo svolgimento di servizi specifici); descrizione dei dispositivi di *governance* e di controllo interno e di *outsourcing*; dei dispositivi per la continuità operativa;

272 I gestori persone fisiche potranno operare solo sulla base del regime nazionale o della *MiFID II* e nei limiti di quanto concesso in tali normative

273 Sul punto cfr. le 'EBA Guidelines on the criteria on how to stipulate the minimum monetary amount of the professional indemnity insurance under PSD2', del 7 luglio 2017.

dei sistemi per il trattamento dei dati; delle procedure per la gestione dei reclami; dei presidi per le operazioni con parti correlate e per la gestione dei conflitti di interesse; prova del rispetto dei requisiti di onorabilità (con particolare riguardo all'assenza di precedenti in materia di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, reati di diritto societario, fallimentare o dei servizi finanziari) e professionalità degli amministratori (nessun requisito invece per i titolari di partecipazioni qualificate; art. 10). Presso l'ESMA verrà istituito un Registro di tutti i fornitori di servizi di *crowdfunding*, accessibile on line e contenente una serie di informazioni (art. 11).

L'ESMA potrà negare l'autorizzazione qualora dagli elementi sopra esposti risulti che il *management* possa rappresentare una minaccia alla gestione effettiva, sana e prudente e alla continuità aziendale e alla giusta considerazione degli interessi dei clienti e dell'integrità del mercato (art. 10(6)).

In base ad un modello che ricorda il regolamento *Credit Rating Agencies* n. 1060/2009, sarà l'ESMA ad esercitare poteri di vigilanza, informativa ed ispettiva, sui gestori delle piattaforme (nonché nei confronti di soggetti in posizione di controllo, soggetti ai quali siano stati esternalizzati servizi, i manager, ecc.) e ad avere il potere di irrogare sanzioni amministrative e pecuniarie (artt. 12, 21-35) e di revocare l'autorizzazione (in caso di inattività, venir meno delle condizioni per l'autorizzazione, irregolare ottenimento della stessa, violazioni gravi del regolamento o notifica delle autorità nazionali in merito alla revoca dell'autorizzazione come istituto di pagamento o alla violazione degli obblighi in materia *AML/CT* quando l'ESMA ritenga che ciò influisca negativamente sulla reputazione dell'ECSP o segnali difetti nella *governance* e controlli interni dello stesso: art. 13). I poteri dell'ESMA dovranno essere esercitati nel rispetto di certe condizioni procedurali e le sue decisioni saranno impugnabili di fronte al *Board of Appeal* ed alla Corte di Giustizia, in ossequio all'evoluzione recente della dottrina *Meroni* – cfr. caso *ESMA – short selling*, C-270/12: artt. 22(3)g; 23(3); 23(7); 24(5); 24(11); 27(4)c; 33).

L'attribuzione all'ESMA del ruolo di autorità di vigilanza diretta non è stata salutata con favore dagli Stati membri (specialmente in questo periodo di ritorno di nazionalismi-sovranismi) e, come si è anticipato, il Parlamento Europeo ha suggerito di ri-attribuire tale ruolo alle autorità nazionali, riconoscendo come competente l'autorità di vigilanza dello Stato membro di costituzione ove sia localizzata anche un'effettiva presenza di strutture. All'ESMA verrebbe quindi solo riconosciuto il compito di tenere il registro, di coordinare le autorità competenti e di risolvere gli eventuali conflitti tra la stesse, oltre che di redigere *draft ITS* in merito al procedimento di autorizzazione (per assicurare omogeneità tra Stati membri) e *draft RTS* su vari aspetti (gestione dei reclami, partecipazione finanziaria, calcolo della default rate, test delle conoscenze).

I fornitori di servizi di *crowdfunding* potranno svolgere i servizi per i quali siano stati autorizzati (*marketplace lending*, *marketplace investing* o entrambi) e saranno esenti dall'applicazione della disciplina *MiFID*, sempre che non offrano servizi diversi e più complessi, mentre potranno sommare la licenza come istituti di pagamento qualora vogliano offrire direttamente servizi di pagamento (v. *supra*). Con riferimento all'esclusività dell'attività la proposta di regolamento nulla dice: non

è chiaro, quindi, se i gestori possano svolgere altre attività (di natura finanziaria o meno) oltre ai servizi di *crowdfunding*. Anche sotto questo profilo sarebbe, peraltro, auspicabile un'esplicitazione.

Caratteristiche della fornitura dei servizi di crowdfunding: doveri generali di condotta e obblighi organizzativo-operativi

Con riferimento agli obblighi generali dei fornitori dei servizi di *crowdfunding* (artt. 4 - 8), essi dovranno agire in modo onesto, equo e professionale e nel miglior interesse dei loro clienti attuali e potenziali (art. 4). Questa regola generale – riguardo alla quale è facilmente rilevabile una forte assonanza con gli obblighi generali di comportamento imposti dalla *MiFID* ai prestatori di servizi di investimento – trova poi alcune concretizzazioni specificamente rivolte ai servizi di *crowdfunding*.

In particolare, si segnala l'introduzione dell'obbligo, a carico dei fornitori di tali servizi, di comunicare ai clienti "il metodo ed i parametri esatti" del potere discrezionale che i medesimi possono esercitare nel gestire gli ordini dei loro clienti "in relazione ai parametri degli ordini di questi ultimi" (aspetto che ricorda la normativa *OTF*), nonché dell'obbligo di adottare "tutte le misure necessarie per ottenere il miglior risultato possibile per i clienti" (art. 4(4) che ricorda il dovere di *best execution* delle imprese di investimento che gestiscono gli ordini dei clienti). Questo è un profilo normativo di particolare rilievo nel fenomeno in oggetto che mira a dettare una regola concernente la gestione degli ordini, a prescindere dal fatto che tale abbinamento avvenga in maniera totalmente automatizzata oppure no²⁷⁴ (ma l'ampiezza delle implicazioni di tale norma dipendono anche dall'interpretazione del considerando 35 che potrebbe escludere il potere di abbinamento degli ordini da parte delle piattaforme, anche se sembra riferirsi esclusivamente agli ordini su un mercato secondario).

Le disposizioni in materia di conflitti di interesse richiama l'impostazione di fondo della *MiFID* (prevenzione e *disclosure* ai clienti: art. 7) e vieta anche ai fornitori dei servizi (come agli *OTF*) di ricevere commissioni, sconti, benefici non monetari finalizzati ad indurre i clienti a scegliere certi progetti (art. 4(3)). È inoltre vietata la partecipazione finanziaria alle offerte presenti sul proprio portale così come l'ammissione come clienti di titolari di partecipazioni qualificate, amministratori, impiegati e soggetti collegati (art. 7 (1) e (2)). Il primo divieto sembra incompatibile con l'assunzione in proprio da parte dei gestori delle piattaforme di una quota di finanziamento così come, secondo un'interpretazione, con le commissioni a favore della piattaforma commisurate alla performance dell'investimento (*success* o *carry-fee*), entrambe soluzioni diffuse nella prassi e che permettono un parziale e positivo allineamento di interessi tra piattaforma ed investitore. Potrebbe, quindi, essere preferibile permettere una parziale partecipazione alle offerte da parte delle piattaforme (come forma di allineamento degli interessi), pur subordinando tale

274 Si segnala che, può essere pertinente anche l'art. 22 del *GDPR*, nell'ipotesi di una procedura totalmente automatizzata e se i dati trattati sono di una persona fisica.

possibilità alla presenza di certe condizioni (requisiti anche di capitale o copertura assicurativa; adeguata organizzazione e separatezza patrimoniale). Il *report* approvato dall'ECON ammette la partecipazione finanziaria delle piattaforme ai progetti (anche *success fee* e nella misura massima del 2%) in presenza di sistemi per assicurare l'allineamento degli interessi tra le prime e gli investitori, così come gli impiegati (che non devono però essere in grado di esercitare influenza sui progetti nei quali investano) e chi controlla indirettamente i progetti in veste di clienti (European Parliament/ECON 2018b).

Ai manager di servizi di *crowdfunding* è poi richiesto di adottare **adeguate politiche e procedure per garantire l'effettiva e prudente gestione** (inclusa la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse) in modo da assicurare l'integrità del mercato e l'interesse dei clienti (art. 5); di stabilire una **pronta, corretta e coerente gestione dei reclami** (gratuiti) dei clienti (secondo anche quanto sarà disposto dalla Commissione nella normativa di attuazione: art. 6) e, in caso di *outsourcing*, di adottare tutte le misure per evitare un aggravamento del rischio operativo (art. 8). Vi sono anche obblighi di **conservazione della documentazione** (art. 18).

In particolare, il test delle "conoscenze" e sistemi di simulazione delle perdite

I fornitori di servizi di *crowdfunding* dovranno, in una fase precedente al dare pieno accesso agli investitori alle informazioni relative alle singole offerte di *crowdfunding*, sottoporre gli stessi ad un **test delle "conoscenze"**, il quale ricorda il **test di appropriatezza** (da ripetere ogni due anni per mantenere aggiornata la valutazione) ma si pone ad un livello più astratto e temporalmente antecedente dal momento che si tratta di valutare se e quali servizi di *crowdfunding* (non specifici investimenti) risultino appropriati per il cliente. Essi dovranno richiedere al cliente informazioni riguardo all'esperienza in materia di prestiti e valori mobiliari – anche con particolare riferimento ad imprese giovani o in espansione –, oltre che specificatamente di *crowdfunding* e, in presenza di risultato negativo – e quindi di investimento inappropriato – potranno comunque procedere con l'ordine, dovendo però fornire un chiaro avvertimento al cliente.

Il Parlamento Europeo sembra invece voler spostare tale test più verso un **test di adeguatezza**, inserendo tra le informazioni da richiedere all'investitore anche quelle sulla sua situazione finanziaria e i suoi obiettivi di investimento e usando anche il termine "adatto" insieme a "appropriato", pur lasciando invariati gli altri aspetti esposti (in termini di obblighi dell'intermediario solo di avvertimento dell'investitore in caso di risultato negativo del test). Il test rimane però sempre su di un livello astratto e temporalmente antecedente – anche perché l'effettuazione di una valutazione di adeguatezza di ogni specifico piccolo investimento per ogni investitore risulterebbe antieconomico e non giustificato in caso di servizi diversi da consulenza e gestione di portafogli – e potrebbe finire per assumere la funzione di sistema di *product governance* (fare accedere a certi prodotti solo investitori con profilo adeguato al *target group* di riferimento).

I fornitori dovranno anche offrire agli investitori la possibilità di simulare la loro capacità di sopportare perdite, calcolate nel 10% del loro patrimonio netto, sulla base di determinate informazioni inserite dagli stessi (art. 15). Il mancato ricorso a questi sistemi non impedisce tuttavia l'investimento. Il Parlamento Europeo suggerisce, in presenza di risultato negativo della simulazione, di lasciare la scelta al fornitore di servizi se procedere o meno con l'ordine, pur rimanendo l'investitore pienamente responsabile delle scelte di investimento (quindi con grande incertezza sulle conseguenze derivanti da un risultato negativo, anche in termini di riparto della responsabilità).

La Commissione emanerà disposizioni attuative anche con riferimento a tali aspetti (art. 15(6)).

Obblighi informativi

La proposta di regolamento riserva poi ampio spazio a una serie di obblighi informativi a carico dei fornitori dei servizi di *crowdfunding*. Anche in questo caso vengono riaffermati alcuni principi generali ben noti alle discipline del mercato finanziario, *in primis* la necessità di una comunicazione chiara, comprensibile, completa e corretta (art. 14), pur non richiamandosi invece il requisito di "non ingannevolezza". Nel contesto del *crowdfunding* emerge poi maggior attenzione al canone della semplicità, a-tecnicismo e sinteticità delle informazioni (secondo il modello PRIIPs)²⁷⁵. Il Parlamento Europeo sembra voler allineare ancor più gli obblighi dei ECSP con quelli delle imprese di investimento per cui sostituisce l'obbligo di comunicazione di cui sopra con quello di fornire informazioni in maniera "*fair, clear and not misleading*", così però perdendosi i requisiti di "comprensibilità" e completezza (European Parliament 2019).

Un primo gruppo di informazioni dovranno essere messe a disposizione dei potenziali clienti in una sezione apposita del sito internet da parte degli operatori, prima che sia effettuata l'operazione, anche in fase di *marketing*. Si tratta di informazioni su se stessi, sui costi e gli oneri connessi ai servizi o agli investimenti, sulle condizioni del *crowdfunding* (compresi criteri di selezione dei progetti) e sulla natura dei rischi connessi a tali servizi (art. 14). Sarebbero tuttavia opportune spiegazioni, oltre che sui criteri di selezione degli offerenti, anche sugli eventuali algoritmi e *big data* utilizzati e sull'impatto degli stessi sul funzionamento e relativi rischi, insieme a dati sulla *performance/default*s (sempre che ciò non rientri già nella *disclosure* relativa all'impiego della discrezionalità ex art. 4)²⁷⁶.

I fornitori di servizi di *crowdfunding* dovranno poi far avere agli investitori un documento informativo (*Key Investor Information Sheet - KIIIS*) riferito alla singola offerta: il documento è redatto dal titolare del progetto e controllato dal

275 Il report dell'ECON aggiunge il requisito di non ingannevolezza delle informazioni oltre ad uniformare il linguaggio al testo *MiFID* ("*fair, clear, and not misleading*"), così però perdendosi i requisiti di completezza e comprensibilità (European Parliament/ECON 2018a).

276 Alcuni emendamenti dell'ECON e Parlamento Europeo propongono di inserire la *default rate* tra le informazioni da pubblicare (European Parliament/ECON 2018b, pp. 28, 76, 78).

fornitore, sotto la sua responsabilità, solo in punto di completezza e chiarezza; non è richiesta invece alcuna approvazione preventiva da parte delle autorità nazionali o dell'*ESMA* (art. 16(8)). Il Comitato Economico e Sociale ha invece suggerito di sottoporre il KIIS all'approvazione delle autorità nazionali, mentre l'ECON di richiedere alle piattaforme di predisporre sistemi per verificare la correttezza del KIIS nel suo complesso (quasi come responsabili del collocamento) (Parlamento Europeo/ECON 2018b).

Il KIIS dovrà consistere in un documento separato, di massimo sei pagine, senza note a piè di pagina e redatto su supporto durevole secondo il modello allegato al regolamento, in linguaggio chiaro, comprensibile, corretto e completo. Esso dovrà contenere, in primo luogo, oltre alle informazioni identificate nell'allegato al regolamento, una serie di *warning* sull'assenza di controllo e approvazione del documento da parte dell'autorità, nonché sull'assenza di sistemi di garanzia di depositi o di investimento e di test sull'appropriatezza delle conoscenze ed istruzione dell'investitore; sul rischio di perdita totale delle somme investite, di illiquidità e di assenza di ritorno economico; sull'opportunità di non investire più del 10% del proprio patrimonio netto.

Tra le indicazioni richieste dall'allegato, figurano informazioni su; 1) il titolare del progetto e sul progetto stesso (identità, *status* giuridico, proprietà, *management*, attività svolte e servizi/prodotti offerti, eventuali bilanci disponibili, descrizione delle principali caratteristiche ed obiettivo del progetto: parte A); 2) sul procedimento di *crowdfunding* e sulle condizioni per la raccolta di fondi (target minimo e conseguenze dal non raggiungimento dello stesso, ammontare massimo dell'offerta, data di chiusura dell'offerta, investimento nel progetto da parte del titolare del progetto, effetti sulla composizione del capitale o sui prestiti del titolare del progetto: parte B); 3) sui fattori di rischio (principali rischi collegati al progetto, al titolare del progetto, al settore, allo strumento di finanziamento: parte C); 4) su oneri, informazioni e mezzi di ricorso (spese e costi a carico dell'investitore, modalità per ottenere ulteriori informazioni gratuite e modalità di reclamo con riferimento all'investimento o alla condotta del titolare del progetto o gestore della piattaforma: parte H). Alcune delle informazioni richieste sono differenziate a seconda che oggetto dell'offerta siano prestiti o investimenti in valori mobiliari: nel primo caso, sarà necessario indicare la natura e durata del prestito, tassi di interesse ed eventuali ulteriori remunerazioni per l'investitore, misure di contenimento del rischio di credito quali garanzie e piano di restituzione e pagamento di interessi (parte G). In presenza invece di investimenti in valori mobiliari, bisognerà indicare informazioni dettagliate sull'offerta (tipologia e ammontare dei valori mobiliari, prezzo, condizioni per *over-subscription*, termini, custodia degli strumenti, eventuali garanzie, clausole di *buy-back* e, per gli investimenti diversi dall'*equity*, tasso di interesse, maturità e rendimento; presenza di una SPV: parti D ed E) e sui diritti degli investitori (diritti collegati ai valori mobiliari, eventuali limitazioni, anche per il trasferimento, possibilità di *exit*; in presenza di *equity securities*, distribuzione del capitale e dei diritti di voto prima e dopo l'aumento di capitale collegato all'offerta: parte F).

I fornitori avranno la responsabilità di fornire all'investitore il *KIIS*, di mantenerlo aggiornato ed apprestare misure per verificare che le informazioni trasmesse dai richiedenti siano complete e chiare, dovendo pretendere dal richiedente una correzione del documento qualora constatino un'omissione o errore o imprecisione rilevante/materiale, non esitando a cancellare o bloccare l'offerta in questione in caso di omessa correzione (art. 16). Mancanze da questo punto di vista potrebbero essere sanzionate dall'*ESMA* mentre le rilevanti differenze tra paesi in termini di responsabilità civile da false o inesatte informazioni rendono più complessa la configurabilità di ipotesi di responsabilità delle piattaforme (comunque limitata alla completezza e chiarezza del documento) e comunque irrealistica la proposizione di azioni legali da parte dei *crowd-investor* nei confronti dei riceventi anche a causa del presumibile limitato ammontare del singolo prestito/investimento.

Le comunicazioni pubblicitarie dovranno essere chiaramente identificabili come tali e non potranno riguardare singole offerte e progetti (art. 19)²⁷⁷. Le autorità nazionali competenti dovranno pubblicare sul proprio sito internet le norme applicabili al *marketing* dei servizi di *crowdfunding*, non potendo ad ogni modo pretendere la preventiva approvazione delle comunicazioni pubblicitarie da parte delle stesse (artt. 19(2) e 20(1)) e dovendo coordinarsi sotto diversi aspetti con l'*ESMA* (art. 20).

"Bacheche elettroniche"

In merito a forme di "mercati secondari" presenti su alcune piattaforme e volti a permettere l'interazione diretta e la conclusione di contratti fra gli utenti per la cessione anticipata dei crediti e/o il trasferimento dei valori mobiliari originariamente acquistati, il regolamento vi si riferisce con il termine di "Bachecca elettronica" limitandosi a richiedere che il gestore informi i clienti che tale bachecca non costituisce un mercato o *SMN/OTF* (e che la piattaforma non operi il *matching* di tali interessi) e che l'operazione avviene nell'esclusiva responsabilità e discrezione del cliente stesso; qualora poi la piattaforma indichi un prezzo suggerito per l'operazione, il gestore dovrà specificare che tale prezzo non è vincolante e fornire elementi a supporto della relativa determinazione (art. 17 e considerando 35)²⁷⁸.

Tale disposizione sembra avere l'effetto, per via interpretativa, di negare la natura di mercati o sistemi multilaterali di negoziazione di tali meccanismi e di non far necessariamente derivare la natura di strumenti finanziari dei prestiti dalla

277 Il Parlamento Europeo propone invece di attenuare tale divieto, richiedendo che prima della chiusura dell'offerta i messaggi pubblicitari non riguardino "sproporzionatamente" alcune offerte.

278 La Consob, nell'ambito della consultazione sulla modifica al regolamento *crowdfunding* in recepimento delle novità della legge di bilancio 2019, riporta che in una versione di compromesso adottata dal Consiglio durante i negoziati (non pubblicata e che non trova corrispondenza nell'ultima risoluzione del Parlamento Europeo), si intendeva escludere la possibilità di interazione diretta fra gli utenti e la conclusione di contratti di compravendita successiva attraverso la piattaforma, richiedendosi invece che ciò avvenisse fuori dalla piattaforma. La Consob sposa questa prospettiva con riferimento alla normativa italiana e vieta alla piattaforma di presentare ai venditori soggetti potenzialmente interessati a comprare, di fare un filtro agli annunci e, addirittura, di mettere a disposizione sistemi di comunicazione nell'ambito della bachecca, dovendo servire quest'ultima esclusivamente a reperire i contatti degli interessati: Consob (2019b), pp. 13-15.

trasferibilità di questi ultimi attraverso appunto queste "bacheche elettroniche". Tuttavia, ancorare l'esenzione dalla *MiFID* sotto questo aspetto alla non vincolatività del prezzo suggerito (in quanto indice di trattative private tra le parti, si presume) potrebbe non apparire decisivo (quale invece sarebbe la conclusione dei contratti di compravendita al di fuori della piattaforma) e comunque assoggettare i richiedenti a fluttuazioni rilevanti e negative dei propri strumenti, apparendo quindi più opportuno permettere la definizione di un *range* obbligatorio del prezzo. Il Parlamento Europeo, oltre a proporre di aggiungere l'obbligo delle piattaforme di fornire informazioni sulle performance dei prestiti generati, permette di fissare un prezzo come obbligatorio a patto di darne *disclosure* e di indicare la base per il calcolo dello stesso (European Parliament 2019).

Valutazione di sintesi

Tentando una prima valutazione della proposta di regolamento, il primo rilievo concerne la scelta di creare una *normativa ad hoc* ed in deroga alla disciplina *MiFID*, in linea con la tendenza di numerosi paesi membri, per meglio parametrare i requisiti alle caratteristiche del *crowdfunding*.

Si è anche scelto, condivisibilmente, di regolare il *marketplace lending* come una forma di investimento, concentrandosi sulla tutela del *crowd-investor* e quindi su **obblighi di condotta**. In linea del resto con la maggior parte delle summenzionate normative nazionali specificamente rivolte al *marketplace lending*, il procedimento di autorizzazione non richiede la sussistenza di requisiti patrimoniali ed il **regime normativo non si incentra su requisiti prudenziali ma su una serie di obblighi informativi incentrati su semplicità e chiarezza** (partendo dal modello *KID* dei PRIIPs) e di regole di condotta oltre che organizzative, sul modello *MiFID* ma semplificando la disciplina all'estremo e adattandola al settore con soluzioni in parte innovative (v. i sistemi di simulazione dell'impatto delle perdite sul proprio patrimonio; limiti massimi di offerta e avvertimento di non investire più del 10% del proprio patrimonio²⁷⁹), anche in considerazione della limitatezza dei tipi di attività, somme coinvolte e dimensioni (attuali) del settore. Ribadendo la perplessità più sopra espressa in ordine a non prevedere come obbligatoria quantomeno una copertura assicurativa e l'incoerenza rispetto alla normativa *PSD2*, si osserva qui che tale prospettiva può apparire in linea con l'ottica di regolazione funzionale, nei casi in cui la piattaforma non svolga direttamente erogazione di credito a proprio rischio, non detenga fondi o strumenti finanziari dei clienti e l'esigenza primaria consista perciò nel ridurre i relativi *agency cost*.

Tuttavia, sotto il profilo della tutela dell'investitore, si osserva che la disciplina europea non fa differenza tra investitori al dettaglio e non, ove sembrerebbe invece preferibile introdurre semplificazioni in presenza di investitori professionali/qualificati (ad esempio, in termini di *disclosure* non apparendo

²⁷⁹ Alcuni emendamenti proposti da alcuni membri dell'ECON miravano ad introdurre limiti massimi di investimento per progetto (€4.000 o €3.000) e all'anno per piattaforma (€12.000) e l'obbligo di effettuare sempre anche il test di simulazione ma gli stessi non figurano nella versione del rapporto approvato.

necessario né utile il *KIIS*, il test della conoscenza o il sistema di simulazione delle perdite), rendendo invece obbligatorio, in caso di investitori *retail*, l'effettivo uso di sistemi di simulazione della capacità di sostenere le eventuali perdite prima di completare l'investimento.

Inoltre, l'esclusione dei prestiti ai consumatori e dei prodotti finanziari diversi dai valori mobiliari (quest'ultima giustificata dalla volontà di facilitare solo gli investimenti più liquidi) potrebbe invece avere il non voluto effetto di lasciare non coperti propri i soggetti più bisognosi di protezione e perpetuare elusioni delle discipline anche in considerazione delle persistenti differenze interpretative e applicative degli Stati membri.

D'altra parte, alla scelta di focalizzare la disciplina sulla tutela dell'investitore, si accompagna una parziale mancanza, nella proposta di regolamento, di attenzione per la tutela dei richiedenti il prestito. Benché infatti le piattaforme siano tenute anche nei confronti di questi al rispetto degli obblighi generali di condotta (agire in modo onesto, equo e professionale e nel miglior interesse dei clienti) ed informativi (anche quindi con riferimento a costi, rischi e procedure di selezione), non sono previsti obblighi specifici di trasparenza su, ad esempio, impatto derivante dall'impiego di *big data* e algoritmi sulla valutazione della richiesta di finanziamento, avvertimenti in merito alle conseguenze in caso di inadempimento e false dichiarazioni o diritti di recesso, pur essendo viceversa i richiedenti tenuti ad alcuni adempimenti onerosi (ad esempio, la pubblicazione di una serie di informazioni sul progetto che potrebbero andare a beneficio dei concorrenti) nonché ad accettare termini e condizioni unilateralmente predisposte dai gestori delle piattaforme e a correre il rischio di azioni di responsabilità.

Come si è più sopra segnalato, neppure sono stati previsti puntuali ed espliciti obblighi di diligenza del fornitore dei servizi nella selezione dei progetti, sembrando il medesimo tenuto solo alla verifica della completezza e chiarezza delle informazioni inserite nel *KIIS* dal titolare del progetto e non, nel caso di richieste di finanziamento, alla verifica, ad esempio, del merito creditizio (salvo un'interpretazione estensiva dell'art. 4 alla luce del considerando 15)²⁸⁰.

Inoltre, si è anche, discutibilmente, deciso di assoggettare il *marketplace lending* esattamente alle medesime regole del *marketplace investing*, mentre alcune differenze fra i due fenomeni (ampiezza dell'universo investibile, maturità del settore e tipologie di strumenti di contenimento del rischio, livello di armonizzazione della disciplina a livello europeo, ecc.) giustificerebbero regole anche solo in parte distinte.

Ad ogni modo, più in generale, dal quadro sopra descritto emerge, ad avviso di chi scrive, un'innegabile incertezza da parte del legislatore europeo in merito ai contorni ed alle caratteristiche dell'attività delle piattaforme di *marketplace lending*. Questa, infatti, si pone a metà strada tra servizi meramente esecutivi (quali

280 Il Parlamento Europeo propone di inserire come requisiti minimi di *due diligence* la verifica della fedina penale dei richiedenti e la residenza degli stessi in paesi non inseriti nella *black-list* dell'UE in materia fiscale e di riciclaggio del denaro - controlli fondamentali ma insufficienti - (European Parliament/ECON 2018b, pp. 49, 77).

esecuzione e ricezione e trasmissione di ordini) e servizi più discrezionali e fiduciari (consulenza e gestione di portafogli), con parziali e non chiare sovrapposizioni con servizi caratterizzati da un ruolo di "arbitro" tra giocatori professionisti (mercati/SMN) o da un insieme di servizi di assistenza al solo emittente (collocamento), per cui i tentativi di sottoporre tali diverse realtà alla medesima disciplina non possono che risultare inadeguati.

Tale incertezza e confusione si riflette in alcune incoerenze della disciplina: in primo luogo, nella definizione dell'attività principale e caratterizzante il *crowdfunding* come abbinamento di domanda e offerta, vietando però, a livello di considerazione, proprio l'abbinamento sia discrezionale che non discrezionale (forse riferito però, si ripete, al mercato secondario) e riducendolo a mera gestione di ordini, messa in contatto e pubblicità; in secondo luogo, nel goffo accostamento della medesima attività (quando avente ad oggetto valori mobiliari), a livello definitorio e di regime applicabile (non essendo previste differenze di disciplina tra i servizi), sia al servizio di ricezione e trasmissione di ordini (servizio esecutivo) sia a quello di collocamento senza garanzia (in cui l'intermediario ha invece un ruolo attivo fondamentale in quanto ad assistenza all'emittente, *pricing*, organizzazione dei canali distributivi, promozione); in terzo luogo, nella mancanza di espliciti obblighi di diligente selezione dei richiedenti (al pari di gestori di mercati) e di verifica delle informazioni fornite da questi (rispondendo solo per mancanza di chiarezza e completezza del *KIIS*); in quarto luogo, nel riconoscere, come per gli *OTF* (la cui normativa sembra essere stata presa in parte a modello nel dovere di *best execution*, trasparenza sulle regole di funzionamento e limitata responsabilità per le informazioni fornite), la possibilità per le piattaforme di esercitare discrezionalità nella gestione degli ordini ma non sottoponendo le stesse agli ulteriori obblighi di condotta degli *OTF* o dei gestori di mercati. Le misure di gestione dei rischi di conflitto di interesse, insieme alle regole generali di condotta, sono poste come contrappesi all'aver posto l'intero rischio in capo agli investitori (tra questi, il divieto assoluto di co-partecipazione ai finanziamenti, strumento peraltro nella prassi attuale spesso utilizzato all'opposto scopo di allineare gli interessi dei gestori e degli utenti delle piattaforme: cfr. *supra*).

Sarebbe quindi più opportuno superare inadeguati accostamenti ai servizi di investimento *MiFID* (difficili, come si è visto, specialmente con riferimento al *marketplace lending* e incoerenti visto che si è scelto di escludere l'applicazione di tale normativa) e puntare sulla definizione più chiara delle attività permesse e vietate alle piattaforme nell'ambito del regime europeo (così come ad altre definizioni *ad hoc*) e poi disegnare gli obblighi di organizzazione e condotta coerentemente alle funzioni svolte ed ai rischi specifici. Del resto, maggiori sono gli accostamenti o assimilazioni (sia terminologiche che definitorie) tra il settore tradizionale e quello del *financial-return crowdfunding*, maggiore potrebbe anche essere il rischio di creare involontariamente pericolose confusioni nella testa degli utenti tra gli stessi (sia in termini di solidità degli intermediari che di tutele esistenti) e, conseguentemente, trasmissioni di sfiducia e quindi instabilità anche nel settore tradizionale (invece da preservare per gli obiettivi superiori di stabilità ed efficienza).

Le modifiche suggerite dal Parlamento Europeo, pur sopperendo ad alcune incertezze della proposta sopra segnalate (con un maggior livello di proporzionalità e differenziazione degli obblighi in base ai diversi modelli), non sembra però migliorare significativamente tale quadro: a titolo di esempio, le involute definizioni fornite di "direct" e "intermediated" crowdfunding²⁸¹, l'ampliamento al servizio di consulenza in materia di investimenti senza l'applicazione però di regole tipiche di tale servizio (v. test di adeguatezza) e la trasformazione del test delle conoscenze in un ibrido tra test di appropriatezza e adeguatezza (indipendentemente dalla tipologia di servizio), l'aumento di rinvii alla MiFID e dell'impiego della medesima terminologia, aumentano, anzi, la confusione e l'incertezza. Tuttavia, la trasformazione del test delle conoscenze in una sorta di sistema di *product governance* automatizzato che restringa l'accesso alla piattaforma dei investitori *retail* consapevoli e ai soli prodotti in linea con le informazioni e profilo di rischio forniti dagli stessi, in combinazione con un simulatore di capacità perdita o blocco degli investimenti al 10% del *net worth* di ciascuno potrebbe rappresentare un passo avanti nella giusta direzione (cfr. anche §§ 9.5 e 12).

Da ultimo, pare opportuno mettere in luce che, a distanza di breve tempo dall'emanazione della proposta di regolamento sui fornitori di servizi di *crowdfunding* del 8 marzo 2018 è stata emanata, in ambito europeo, un'altra proposta di regolamento sui servizi di intermediazione online del 26 aprile 2018 che pure si occupa di piattaforme digitali anche se di tipologia differente e con il diverso fine di tutelare utenti commerciali di tali servizi di intermediazione (cioè soggetti professionisti che propongono i loro beni o servizi per il tramite di siti web commerciali) nonché utenti titolari di siti web aziendali (sulla quale cfr. § 2.3) e che, tuttavia, non pare coordinata con la proposta qui in commento. Da quest'angolo visuale, si ripete, non si nasconde la perplessità verso un approccio regolatorio che, anche con riguardo alla disciplina di servizi svolti attraverso piattaforme, rischia di riprodurre la ben conosciuta logica europea dei diversi "silos".

Sembrerebbe preferibile, invece, come già discusso (§ 2.3) dettare un'unica disciplina di base delle piattaforme digitali e dei servizi resi attraverso di esse, che potrebbe avere come suoi punti cardine: a) la disciplina dei termini e delle condizioni di accesso alla piattaforma; b) la disciplina del funzionamento della piattaforma attraverso tecnologie abilitanti e algoritmi – a seconda dei casi utilizzati dal motore di ricerca al fine del posizionamento degli utenti, piuttosto che ai fini

281 Cfr. l'art. 3, comma 1, lett. a, nella nuova versione proposta dall'ECON: «'crowdfunding service' means the provision of a crowdfunding platform which enables either of the following: (i) direct crowdfunding service, comprising the facilitation of matching a specific investor with a specific project owner and of matching a specific project owner with a specific investor, (ii) intermediated crowdfunding service, comprising the facilitation of matching an investor with a project owner and determining the pricing and packaging of offers in respect thereof, or the facilitation of matching a project owner with an investor and determining pricing of offers in respect thereof, or both»; e il proposto art. 4a (Intermediated crowdfunding services): «For the purposes of this Regulation, intermediated crowdfunding services shall be considered to comprise the following: a. the placing without a firm commitment basis, as referred to in point (7) of Section A of Annex I to Directive 2014/65/EU, of transferable securities or of the facilitation of loans issued by project owners; b. the offer of investment advice, as referred to in point (5) of Section A to Annex I to Directive 2014/65/EU, with regards to transferable securities or the facilitation of loans issued by project owners; and c. the reception and transmission of client orders, as referred to in point (1) of Section A to Annex I to Directive 2014/65, in relation to transferable securities or the facilitation of loans issued by project owners».

dell'abbinamento dei titolari dei progetti con i portatori dei fondi²⁸², ecc. -; c) la disciplina dell'accesso ai dati degli utenti della piattaforma. A partire da tale disciplina di base, si potrebbero poi andare ad introdurre regole specifiche per particolari tipologie di piattaforme e, in via correlata, per particolari tipi di attività.

12 Conclusioni

A. Sciarrone Alibrandi

Giunti al termine della lunga ricognizione economico-giuridica del *marketplace lending* svolta nelle pagine precedenti, è giunto ora il momento di formulare qualche considerazione di sintesi in chiave di *policy* regolatoria del fenomeno in discorso, nella consapevolezza che il medesimo costituisce un ottimo banco di prova a proposito di una serie di snodi cruciali per il *FinTech* in generale.

Si tratta, infatti, di un modello di *business* nuovo, che - grazie all'innovazione tecnologica e, in particolare, all'utilizzo di tecnologie abilitanti quali la struttura di piattaforma e i *big data analytics* - consente il soddisfacimento di bisogni "classicamente" finanziari (come il bisogno di finanziamento, di consumatori e famiglie così come di imprese e altri enti collettivi, e quello di investimento) ma con modalità differenti da quelle tradizionali. E, a giudicare dalle sempre maggiori dimensioni che il *marketplace lending* è andato negli anni assumendo a livello mondiale, si tratta, quantomeno prima *facie*, di modalità che rispondono in modo efficace a bisogni concreti, nel senso di generare una serie di vantaggi sia per i *crowd-borrower* sia per i *crowd-investor*. Ci si riferisce, con riguardo ai primi, alla semplicità e velocità del procedimento di erogazione del credito, nonché - pur se in proposito ci sono opinioni meno univoche - alle condizioni economiche praticate (tassi di interesse, spese per estinzione anticipata, etc.); per i secondi, il riferimento va alla possibilità di diversificazione del rischio attraverso investimenti in *asset* alternativi, con tassi di *default* almeno all'apparenza contenuti anche nel confronto con il settore creditizio tradizionale e, comunque, temperati dalla presenza di fondi di garanzia a copertura delle perdite, nonché, anche in questo caso, alle condizioni economiche praticate e alla possibilità, specie nel segmento *consumer*, di liquidazione anticipata dell'investimento. Su entrambi i versanti, ne consegue un effetto di inclusione finanziaria in senso ampio: lato *crowd-borrower*, possono, infatti, ottenere credito persone fisiche al di sotto della soglia media di accesso ai servizi bancari (c.d. *underbanked*) così come imprese i cui tentativi di eterofinanziamento bancario sono rimasti, in passato, privi di successo; lato *crowd-investor*, invece, viene data la possibilità di investire in via diretta nel mercato del credito anche a *retailer* che, diversamente, ne resterebbero esclusi, essendo questo tipo di *asset* riservato ai fondi comuni di credito.

282 Nel caso della proposta di regolamento sui fornitori di servizi di *crowdfunding* questo punto è toccato molto marginalmente dall'art. 4(4), mentre, nel contesto della proposta di regolamento sulla intermediazione online, l'art. 5 si occupa del profilo dei parametri di posizionamento introducendo una disciplina decisamente più analitica e puntuale che ben potrebbe essere efficacemente ripresa anche con riguardo alle piattaforme di *crowdfunding*.

Gli appena prospettati vantaggi sono resi possibili, come si è visto, dalla presenza delle piattaforme, inizialmente ritenute in grado di consentire il soddisfacimento dei suddetti bisogni finanziari in una dinamica di piena disintermediazione e, quindi, al di fuori delle esistenti riserve di attività a favore di intermediari finanziari professionali e delle relative normative. Dalla puntuale ricognizione sin qui svolta delle attività e dei servizi offerti dalle piattaforme nonché delle relazioni contrattuali che per il loro tramite si sviluppano, risulta evidente però che, con riguardo al *marketplace lending*, le stesse più che disintermediare generano una nuova forma di "intermediazione" tra gli utenti assumendo comunque il ruolo di "operatori professionali".

Quanto osservato con riferimento ai *lending marketplace* è, del resto, simile a ciò che accade, per effetto della *digital economy*, nel settore finanziario in genere così come nel settore commerciale. Ovunque, infatti, l'ingresso sul mercato delle piattaforme ha provocato una frantumazione della catena del valore tradizionale, che ha dato luogo al passaggio da fasci di rapporti bilaterali tra professionisti e consumatori/utenti ad una dinamica tri (o multi) -laterale caratterizzata dalla contemporanea presenza di relazioni contrattuali sia tra utenti finali sia tra utenti e piattaforma. E ciò in quanto il gestore della piattaforma, per un verso, facilita l'instaurazione e la gestione dei rapporti tra gli utenti finali (anche attraverso la predisposizione dei contratti da stipularsi poi, sotto il profilo formale, in via diretta tra questi ultimi: nel nostro caso, *crowd-borrower* e *crowd-investor*) e, per un altro, configura e offre in proprio alcuni servizi ai medesimi utenti: in entrambi i casi, comunque, operando in modo organizzato, seriale e standardizzato.

A tale frantumazione della *value chain* pure si accompagna, sempre per via dei processi di digitalizzazione delle relazioni economiche e sociali oggi in atto, la convergenza di settori economici storicamente eterogenei e, pertanto, per tradizione destinatari di discipline giuridiche differenti nonché ispirate a principi di specializzazione settoriale (con riferimento al *lending* basta in questo senso pensare alle numerose proposte oggi provenienti da operatori commerciali e Telco).

La presa d'atto di entrambe queste profonde trasformazioni del mercato è indifferibile e spinge verso il superamento di una impostazione "per *silos*" della politica legislativa, a favore di interventi normativi connotati da maggiore trasversalità senza i quali il sistema giuridico rischia di rimanere caratterizzato sia da una marcata rigidità (diametralmente opposta alla "liquidità" e flessibilità proprie di un'economia digitalizzata), sia da un'eccessiva frammentazione normativa che tende all'incremento di complessità e costi. Di conseguenza, non sembra eccessivo né irrealistico auspicare che, a livello europeo, si opti per disegnare una regolazione delle piattaforme digitali rispondente a un criterio funzionalistico: una regolazione basata, cioè, su di una disciplina generale che, infra-settorialmente, provveda a disciplinare i rapporti tra utenti e piattaforma, a prescindere dal fatto che quest'ultima operi in ambito commerciale o finanziario. Occorre innanzitutto ripensare, in ottica funzionale alla struttura di piattaforma, le già esistenti discipline a protezione dei consumatori e degli utenti, così come quelle a protezione delle dinamiche concorrenziali del mercato tenendo in debita considerazione l'affermarsi sia di un vero e proprio mercato dei dati

sia di nuove esigenze di tutela connesse alla *vertical integration* di attività e/o servizi in precedenza compiuti all'interno del *marketplace* da terzi produttori/distributori.

Ciò consentirebbe – specie se si trattasse di una regolamentazione per principi (c.d. *standard*) – di predisporre una sorta di "piattaforma regolamentare" (c.d. *regulation-as-a-platform*) comune a tutti i *marketplace* digitali in grado di assicurare flessibilità normativa, sulla cui base il legislatore europeo potrebbe intervenire in ambiti di mercato specifici, laddove ciò risulti necessario e secondo il grado di intensità ogni volta richiesto.

Impostata in questi termini una *policy* regolatoria comune a tutte le piattaforme, il passo successivo, con particolare riguardo ai *lending marketplace*, è chiedersi se la loro operatività, in quanto volta a consentire il soddisfacimento di bisogni finanziari degli utenti, richieda di essere coperta da una riserva di attività o, comunque, da regole specificamente calibrate al fine di presidiare gli interessi non da oggi alla base della regolazione del sistema finanziario (tutela del risparmio, degli investitori e, più in generale, dei clienti; riduzione di asimmetrie informative, azzardo morale e selezione avversa; stabilità, buon funzionamento e competitività del sistema finanziario; fiducia nel sistema medesimo). E, a questo proposito, può non essere superfluo precisare che la promozione dell'innovazione finanziaria (pur positivamente considerata dall'art. 3 del Trattato sull'Unione Europea) non costituisce un fine ultimo della regolazione ma un fine subordinato o, per meglio dire, strumentale all'obiettivo di ottimizzare l'allocazione delle risorse e di soddisfare al meglio i bisogni finanziari in senso lato, con beneficio ultimo per l'economia e la società in genere.

Come nelle pagine precedenti si è già messo in luce, proprio in ragione dell'intrinseca attinenza della operatività delle piattaforme al soddisfacimento di bisogni finanziari in una logica di mercato, l'ipotesi di una loro sottrazione in radice alle regole del settore finanziario non convince (tenendo peraltro a mente che anche i gestori dei mercati mobiliari sono, nel quadro vigente, soggetti regolati in quanto prestano "servizi di mercato"). Tutte le piattaforme svolgono, infatti, in modo organizzato, seriale e standardizzato un'attività di mercato che consente a chi è in *surplus* di impiegare denaro in vista di un rendimento e a chi è in *deficit* di approvvigionarsi in cambio di una remunerazione.

Una tale sottrazione appare poi ancora meno sostenibile in considerazione della effettiva tipologia di servizi offerti agli utenti dai *lending marketplace*, pur nell'ambito di un panorama assai eterogeneo e in continuo mutamento quanto ad attività svolte e *business model* utilizzati.

In particolare, si è identificata come attività *core* nell'ambito del *lending marketplace* la valutazione del merito creditizio resa dalle piattaforme (direttamente o indirettamente mediante operatori terzi) – sulla base di algoritmi proprietari basati su *set* di dati costituiti da informazioni fornite da richiedenti e/o provenienti dal mondo dei *big data* – allo scopo di attribuire ai richiedenti medesimi una classe di rischio sulla cui base (a volte esclusiva) i soggetti in *surplus* orienteranno le proprie scelte di impiego di denaro (una sorta di *quality assessment* del prodotto). Si tratta di un'attività correlata a numerosi e distinti interessi di cui sono portatori i vari soggetti

coinvolti e che meritano di essere tutelati: dall'interesse del gestore a preservare la buona reputazione della piattaforma all'interesse dei *crowd-investor* a essere consapevoli del rischio assunto attraverso l'impiego del proprio denaro, sino all'interesse dei *crowd-borrower* a indebitarsi in modo responsabile e alle condizioni economiche corrispondenti al loro profilo di rischio.

Si è visto poi che di frequente i *lending marketplace* forniscono servizi (nella sostanza non molto distanti dal *financial advice* o dalla gestione individuale di portafogli) connessi al *matching* delle domande, suddivise in differenti categorie di rischio, con le offerte di impiego di fondi. Molti fra i modelli esaminati implicano, anche, l'utilizzo di sistemi automatici di diversificazione (c.d. "auto-bid"), per cui la somma messa a disposizione dal *crowd-investor* viene suddivisa in piccole quote allocate tra le numerose richieste in base ad algoritmi che tengono generalmente conto degli obiettivi di rendimento e della propensione al rischio del prestatore, della categoria di rischio del richiedente ed eventualmente di altri fattori (quali durata, tasso di interesse, settore di attività). Su questa linea, qualche piattaforma si spinge anche a configurare l'offerta di servizi di *account management financial services* in forza dei quali sono le medesime a occuparsi direttamente dell'impiego del denaro degli utenti sia in fase iniziale sia man mano che i crediti vengono a scadenza.

A fronte del tipo di servizi resi in via diretta dalla piattaforma, anche le relazioni intercorrenti, per il tramite di quest'ultima, tra i soggetti in *surplus* e i soggetti in *deficit* vengono, peraltro, ad atteggiarsi in modo peculiare: difficilmente riconducibili alle tradizionali dinamiche creditizie e più prossime invece – specie lato *crowd-investor* – alle dinamiche tipiche dei mercati.

In via di sintesi, quindi, risultando il fenomeno del *marketplace lending* potenzialmente lesivo di quegli stessi interessi la cui tutela viene posta, come si è visto, alla base della regolazione del sistema finanziario, necessario appare non solo ricondurre questo tipo di attività a tale alveo, ma anche farlo, date le peculiarità del modello di *business* in discorso, con una normativa dedicata.

Rimane, a questo punto, da identificare quale tipo di regolazione *ad hoc* sia preferibile.

Innanzitutto, appare necessaria una risposta normativa a livello europeo: abbiamo a che fare con un fenomeno per vocazione transnazionale (così come tutto il *FinTech*), che ha avuto fino a questo momento uno sviluppo prevalentemente nazionale *in primis* a causa degli ostacoli regolatori. L'attuale approccio normativo al *marketplace lending* a livello europeo è infatti frammentario, con rilevanti differenze nei diversi paesi europei e conseguenti effetti distorsivi e di ostacolo all'instaurazione di un vero mercato interno. Ma c'è di più: come si è visto, le nuove tecnologie non solo accentuano la dimensione *cross-border* ma portano anche ad un sostanziale sganciamento dell'attività da sedi fisiche. E quest'ultimo rilievo pare in grado di minare alla radice l'impostazione tradizionale della regolazione europea – costruita sul diritto di stabilimento e sulla libera prestazione dei servizi –, per condurre verso la logica forte di una licenza unica e una supervisione europea su questo tipo di attività.

Da quest'angolo visuale, apprezzabile risultava quindi l'approccio all'origine assunto dalla proposta di Regolamento europeo in materia di *European Crowdfunding Service Providers* (Commissione Europea 2018d), volto ad introdurre, in deroga alla disciplina *MiFID*, un regime in base al quale i fornitori europei di servizi di *crowdfunding* avrebbero potuto presentare domanda di autorizzazione all'*ESMA*, sottoponendosi in tal caso alle regole europee sia per l'attività nazionale che per quella *cross-border*. Nonostante a tale regime fosse stata attribuita natura opzionale – e con tutti i limiti più sopra esposti in termini di confusione e incertezza che discendono da una logica di tipo *opt-in* –, la suddetta impostazione non è stata però condivisa dal Parlamento europeo che ha proposto di investire le autorità nazionali, anziché l'*ESMA*, del compito di autorizzare e di vigilare sugli *ECSPs*, pur sulla base di norme europee di natura regolamentare.

Passando al perimetro e al contenuto che una efficace normativa europea dovrebbe avere – e sempre tenendo a riferimento la Proposta di regolamento oggi *in itinere* –, è bene una volta ancora sottolineare che la principale peculiarità del *marketplace lending* è la sua naturale vocazione *cross-sectoral*. Essenziale è, perciò, evitare il rischio di una parcellizzazione della lettura dell'operazione – che non darebbe ragione della funzione effettivamente svolta dalla stessa –, disciplinando il fenomeno in esame a partire dall'assunto che esso fa leva su un'organizzazione (la piattaforma) dotata di una struttura differente dalle forme organizzative soggettive degli intermediari tradizionali su cui si imperniano le attuali discipline delle riserve di attività.

Bene, dunque, ricondurre al medesimo contesto normativo *lending marketplace* e *investing marketplace*, piattaforme le cui attività presentano rilevanti punti di contatto (anche qualora, nel caso del *lending*, gli *asset* non fossero negoziabili) collocandosi a cavallo tra due settori tradizionalmente ritenuti distinti e lontani. In entrambi i casi, infatti, i gestori di piattaforme svolgono un ruolo tale da dover essere resi oggetto di autorizzazione e regolamentati, nel rispetto del principio di proporzionalità, in modo differenziato a seconda del tipo di servizi in concreto offerti e di rischi generati (secondo l'approccio che si è definito *risk activity based*). Ciò significa che, in funzione dei diversi modelli di *business*, la disciplina specifica dovrà essere diversamente articolata fra regole di trasparenza in senso lato (ovvero obblighi informativi e regole di condotta) – declinate, per quanto occorra, in maniera differenziata verso le due categorie di utenti (*crowd-borrower* e *crowd-investor*) – e regole attinenti a requisiti organizzativi, se non anche, ove necessario, regole prudenziali.

Quanto alle prime, e al di là del contenuto specifico che le medesime dovranno assumere, è fondamentale che alle piattaforme di *marketplace lending* sia consentito di raggruppare tutte le informazioni rilevanti per i propri clienti in pochi documenti sintetici, che assicurino un'adeguata informativa sull'oggetto, sulle caratteristiche e sui rischi del servizio e, attraverso standard applicabili all'intero settore, la comparabilità delle condizioni offerte. È questa, peraltro, la direzione in cui va la Proposta di regolamento sugli *ECSPs*, ove – sulla scia del *KID* di cui al regolamento *PRIIPs* (Regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento europeo e del

Consiglio del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati – è prevista l'introduzione di un KIIS, tramite il quale devono essere presentate le informazioni comunicate dai gestori delle piattaforme di *crowdfunding* sia *equity* che *lending based* ai loro clienti e potenziali clienti (art. 14), la forma e i contenuti della "scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento" (art. 16) e le "comunicazioni di marketing" (art. 19 e 20). Più di una perplessità desta, però, il fatto che la medesima Proposta di regolamento prenda in considerazione – come si è detto sopra piuttosto incomprensibilmente – solo le piattaforme *business-based* e non anche quelle *consumer-based*, così come pure la scelta di focalizzare la disciplina sulla tutela dell'investitore, trascurando invece la tutela dei *crowd-borrower* affidata – pur in presenza di rischi specifici – al solo rispetto di regole generali di condotta (agire in modo onesto, equo e professionale e nel miglior interesse dei clienti) e di informazione. E la lacuna è particolarmente seria data l'assenza di armonizzazione a livello europeo in materia di erogazione di finanziamenti e le rilevanti differenze disciplinari riscontrabili nei vari ordinamenti nazionali.

Con riferimento ai requisiti organizzativi e alle regole prudenziali la questione è più complessa. Benché le piattaforme siano esposte a rilevanti rischi operativi, non sembra al momento necessaria l'introduzione di specifici requisiti di capitale, dal momento che le piattaforme non erogano in via diretta finanziamenti e non sono quindi esposte al rischio di credito (e ciò anche in considerazione del fatto che è lo stesso art. 4(1)2 CRR a sottrarre le imprese di investimento al rispetto di tali requisiti in presenza di servizi senza assunzione di rischi in proprio e senza detenzione di fondi e strumenti dei clienti). Né allo stato attuale – ma il profilo deve essere oggetto di continuo monitoraggio – si rinviene la sussistenza di rischi sistemici, in ragione delle ancora contenute dimensioni del fenomeno e delle ridotte interconnessioni con il settore finanziario tradizionale.

È pur vero, però, che le piattaforme sopportano altre tipologie di rischi, specialmente operativi (ma in alcuni casi anche di liquidità), per cui l'introduzione di requisiti patrimoniali o comunque di altri strumenti di mitigazione dei rischi (ad esempio, la stipulazione di un'assicurazione professionale, oppure la sussistenza di requisiti di onorabilità e professionalità dei manager e di onorabilità dei principali azionisti) potrebbe risultare opportuna. In ogni caso, deve essere assicurato il rispetto del principio di proporzionalità, non solo in senso quantitativo-dimensionale ma anche qualitativo, tenendo nella giusta considerazione la complessità e diversità delle attività svolte dalle singole piattaforme rispetto agli operatori tradizionali e anche tra le stesse.

Ciò è particolarmente evidente per quanto concerne i rischi collegati all'uso delle tecnologie: alle piattaforme che impieghino in misura significativa la tecnologia per la fornitura dei propri servizi vanno imposte, infatti, sulla falsariga di quanto previsto dalla ECB per le *FinTech Banks*, puntuali regole di adeguata gestione dei rischi specifici *in primis* al fine di rendere più stringente la verifica delle modalità tecnologicamente avanzate attraverso cui ha luogo la valutazione del merito creditizio, nonché il rispetto di standard adeguati di sicurezza informatica.

Particolare attenzione va prestata poi alle piattaforme a struttura "gestoria", a quelle cioè che fanno uso di sistemi automatici di diversificazione e *matching* basati sul profilo di rischio: anche ad esse dovrebbero essere imposte regole specifiche di carattere organizzativo che impongano la predisposizione di misure, anche elettroniche e semplificate, in materia di identificazione adeguata del profilo indicativo di rischio dei *crowd-investor*, nonché l'introduzione di limiti di concentrazione e di presidi volti a gestire i conflitti di interesse.

Sempre in ottica di *policy* regolatoria, vi è poi un ultimo aspetto su cui merita soffermarsi brevemente. Se si vuole introdurre una normativa che si occupi in modo efficace delle attività svolte dai *lending marketplace*, non si può prescindere dall'affrontare la questione della natura delle posizioni giuridiche acquistate dai *crowd-investor* per il tramite della piattaforma. Anche in questo caso, infatti, in modo per certi versi analogo a quanto accade con riferimento ai *crypto-asset*, l'innovazione tecnologica conduce a configurare nuovi e peculiari *asset*, i quali impongono un ripensamento della nozione di strumento finanziario che è alla base della *MiFID* e che oggi non può dirsi davvero armonizzato a livello europeo in quanto declinato in modo differente, in sede di recepimento, dai vari Stati membri. A questi nuovi *asset*, peraltro, non si può immaginare di estendere puramente e semplicemente le regole *MiFID* (troppo rigide e inadeguate per questi nuovi modelli di *business*), bensì occorre introdurre una disciplina nuova e calibrata sugli effettivi interessi in gioco, che superi l'attuale linea di demarcazione netta tra quello che è strumento finanziario e quello che non lo è e che si rivolga alle assai eterogenee *asset class* oggi esistenti ponendole lungo una sorta di parabola caratterizzata da una disciplina graduata, ove la sostanza prevalga sulla forma (come sembra suggerire la disciplina PRIIP che predispone regole indipendentemente dalla qualificazione del prodotto come bancario, assicurativo o strumento finanziario).

Tavole sinottiche – Discipline speciali

1) Schema di comparazione delle discipline speciali in materia di *marketplace lending* adottate in alcuni paesi UE

	Francia	UK	Spagna	Portogallo	Olanda
Normativa speciale <i>ad hoc</i> /riforma	<i>Ordinance</i> n° 2014-559 del 30 maggio 2014 in materia di <i>financement participatif</i> e decreto attuativo n° 2014-1053 del 16 settembre 2014 (e successive modifiche) che ha modificato il <i>CMF</i>	PS14/4 (<i>The FCA's regulatory approach to crowdfunding over the internet, and the promotion of nonreadily realisable securities by other media</i>) che ha modificato il <i>FCA handbook</i> (e successive modifiche)	artt. 46 ss. della <i>Ley de fomento de la financiación empresarial</i> n. 5 del 28 aprile 2015 in materia di <i>financiación participativa</i>	legge sul <i>Regime jurídico do financiamento colaborativo</i> n. 102/2015 del 24 agosto 2015 ed il regolamento sul <i>Financiamento Colaborativo de capital ou por empréstimo</i> n. 1/2016 della <i>Comissão do Mercado de Valores Mobiliários</i> (CMVM)	Decreto dell' <i>Autoriteit Financiële Markten (AFM)</i> del 18 febbraio 2016
Definizione (attività tipica, ambito di applicazione e altre attività ammesse)	L-548-1 <i>CMF</i> : « <i>L'intermédiation en financement participatif consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet dans les conditions suivantes [...]</i> » L548-2: « <i>1.- Sont intermédiaires en financement participatif les personnes qui exercent, à titre habituel, l'intermédiation au sens de l'article L. 548-1 pour les opérations de prêt à titre onéreux ou sans intérêt. Seules les personnes morales peuvent être intermédiaires en financement participatif [...]</i> ».	Chapter 6B del <i>The Financial Services and Markets Act 2001</i> (Regulated activities): <i>Operating an electronic system in relation to lending</i> 36H. – (1) <i>Where the condition in paragraph (2) is satisfied, operating an electronic system which enables the operator ("A") to facilitate persons ("B" and "C") becoming the lender and borrower under an article 36H agreement is a specified kind of activity.</i> (2) <i>The condition is that the system operated by A is capable of determining which agreements should be made available to each of B and C (whether in accordance with general instructions provided to A by B or C or otherwise).</i> (3) <i>The following are specified kinds of activities if carried on by A in the course of, or in connection with, the carrying on by A of the activity specified by paragraph (1)–</i> (a) <i>presenting or offering article 36H agreements to B and C with a view to B becoming the lender under the article 36H agreement and C becoming the borrower under the article 36H agreement,</i> (b) <i>furnishing information relevant to the financial standing of a person ("Y") with a view to assisting in the determination as to whether another person should–</i> (i) <i>enter into, as the lender, an article 36H agreement with Y, or</i> (ii) <i>assume the rights of the lender under an article 36H agreement under which Y is the borrower,</i> (c) <i>taking steps to procure the payment of a debt due under an article 36H agreement,</i> (d) <i>performing duties, or exercising or enforcing rights under an article 36H agreement on behalf of the lender,</i> (e) <i>ascertaining whether a credit information agency (within the meaning given by article 89A(6)) holds information relevant to the financial standing of an individual or relevant person,</i> (f) <i>ascertaining the contents of such information,</i> (g) <i>securing the correction of, the omission of anything from, or the making of any other kind of modification of, such information, or</i> (h) <i>securing that a credit information agency which holds such information–</i> (i) <i>stops holding the information, or</i> (ii) <i>does not provide it to any other person.</i> (4) <i>An "article 36H agreement" is an agreement between one person ("the borrower") and another person ("the lender") by which the lender provides the borrower with credit (within the meaning given by article 60L) and in</i>	Art. 46 <i>ley de fomento</i> : " <i>Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores.</i> " (escluso il <i>crowdfunding</i> per donazioni, prestiti senza interessi, vendita di beni e servizi). I servizi tipici offerti dalle piattaforme come individuati dalla normativa: ricezione, selezione e pubblicazione dei progetti e la creazione di canali di comunicazione tra investitori e riceventi. Tra i servizi ausiliari ammessi: valutazione dei progetti, analisi dei progetti e del loro livello di rischio e di altri fattori che influenzano le scelte dei <i>lenders</i> , pubblicazione di informazioni (in maniera oggettiva), messa a disposizione di modelli contrattuali, trasmissione di informazioni tra gli utenti, recupero crediti e altri servizi identificati dal Ministero dell'Economia e <i>CNMV</i> .	Art. 2 <i>lei 102/2015</i> : " <i>O financiamento colaborativo é o tipo de financiamento de entidades, ou das suas atividades e projetos, através do seu registo em plataformas eletrónicas acessíveis através da Internet, a partir das quais procedem à angariação de parcelas de investimento provenientes de um ou vários investidores individuais</i> " Art. 3 (specificatamente sulla modalità di finanziamento via prestito): " <i>O financiamento colaborativo por empréstimo, através do qual a entidade financiada remunera o financiamento obtido através do pagamento de juros fixados no momento da angariação</i> ".	N/A (riforma solo parziale consistente in condizioni per ottenere esenzioni individuali da riserve bancarie/finanziarie)

	Francia	UK	Spagna	Portogallo	Olanda
		<p>relation to which the condition in either paragraph (5) or (6) is satisfied.</p> <p>(5) The condition in this paragraph is that the lender is an individual or relevant person.</p> <p>(6) The condition in this paragraph is that the borrower is an individual or relevant person and—</p> <p>(a) the lender provides the borrower with credit less than or equal to £25,000, or</p> <p>(b) the agreement is not entered into by the borrower wholly or predominantly for the purposes of a business carried on, or intended to be carried on, by the borrower.</p> <p>(7) Paragraphs (5) and (6) of article 60C (exempt agreements: exemptions relating to the nature of the agreement) apply for the purposes of paragraph (6)(b).</p> <p>(8) It is immaterial for the purposes of this article whether the lender is carrying on a regulated activity.</p> <p>(9) In this article, "relevant person" means—</p> <p>(a) a partnership consisting of two or three persons not all of whom are bodies corporate, or</p> <p>(b) an unincorporated body of persons which does not consist entirely of bodies corporate and is not a partnership.</p>			
Ambito di applicazione: Prodotti	Business loans e prestiti personali (questi ultimi solo per scopi di istruzione; no B2C). Richiesti tasso di interesse fisso e durata massima di 7 anni	Prestiti al consumo e business loans (B2B solo se prestiti no > €25,000)	Tutte tipologie di prestiti, anche subordinati e prestiti con partecipazione ai profitti (sia consumo, di educazione che business loans ma no B2C) No mutui residenziali (né garanzia ipotecaria su prestito dal consumatore)	Solo business loans (no B2C) con interessi fissati al momento della sottoscrizione	Solo business loans (no di consumo)
Riceventi/Prestatari	Persone giuridiche o imprenditori; persone fisiche non imprenditori, solo per fini educativi/formazione (no prestiti di consumo!)	Individui o imprese	Imprese o individui	Solo imprese	Solo imprese
Lenders/prestatori	Individui (ma finanziatori professionali possono prestare a imprese)	Individui e imprese (ma se crowd-lender no individui, crowd-borrower deve essere individui o un imprenditore individuale o una partnership composta da sole 2 o 3 persone o un "unincorporated body of persons" e i prestiti no > €25,000)	Individui e persone giuridiche (anche in veste professionale ma solo per B2B)	Individui e persone giuridiche (ma no B2C)	(ND)
Limiti massimi di offerta/prestito ottenibile	Limite massimo con riferimento alle somme ricevute dal singolo crowd-borrower per lo stesso progetto (anche se su più piattaforme): €1 milione	No limiti	Limite massimo per richiedente su ciascuna piattaforma: un progetto per piattaforma e per max €2 milioni per singola offerta o complessivamente per cicli di offerte nei 12 mesi (€5 milioni però se rivolto solo ad investitori "acreditados" ex art. 81 ley de fomento) No limite max alle offerte complessive attraverso la piattaforma ma richiesti alla piattaforma requisiti finanziari maggiori quando si superano i €2 milioni.	Max €1 milione per progetto per offerta e complessivamente per lo stesso progetto all'anno in tutta l'Unione Europea anche se presente su più piattaforme (ma €5 milioni se richiesta rivolta solo a persone giuridiche o investitori con reddito annuale > €70.000)	No limiti (cfr. comunque esenzione da prospetto solo per prodotti finanziari no > €2,5 milioni e necessità di un "warning banner")
Limiti massimi di impiego da parte del crowd-lender	- limite di €2.000 per progetto su una certa piattaforma, anche quando l'investitore non è retail (€5,000 se senza tassi di interesse) (limite applicabile solo alle piattaforme operate dagli operatori specializzati IFP e)	No limiti (vs investment-based crowdfunding)	- retail sono soggetti a limite di investimento per progetto di €3.000 e annuale complessivo su tutte le piattaforme di €10.000); - investitori qualificati no limiti e questi = persone fisiche/giuridiche clienti professionali, imprenditori con almeno 2 di tre caratteristiche (tra totale attivo > €1 milione o cifra di negoziazione > €2 milioni o patrimonio > €300.000), persone fisiche che richiedano di essere trattati come investitori qualificati e con entrate > €50.000 o patrimonio > €100.000, persone fisiche che hanno ricevuto consulenza da intermediario autorizzato, persone giuridiche che richiedano qualifica in questione	- €3.000 per progetto e €10.000 all'anno complessivamente su qualunque piattaforma - investitori qualificati, investitori con reddito annuale > €70.000 e persone giuridiche invece non hanno invece limiti	- €80,000 per lender (se retail) e per piattaforma
Intermediari tradizionali (banche e imprese di investimento) ammessi a svolgere attività di LBC?	- Sì ma soggetti, oltre che alla loro disciplina, a obblighi speciali di avvertimento/informativi	- Sì ma soggetti, oltre che alla loro disciplina, a obblighi speciali di avvertimento/informativi	No perché la normativa prevede una riserva di attività a favore delle piattaforme/nuovi operatori (Art. 48 ley de fomento)	- Sì ma soggetti, oltre che alla loro disciplina, anche a ulteriori obblighi	Sì

	Francia	UK	Spagna	Portogallo	Olanda
Nuovo operatore specializzato e regime applicabile	<ul style="list-style-type: none"> - Nuovo operatore <i>IFP</i> soggetto a sola registrazione - requisiti per registrazione solo essere persona giuridica con sede in Francia, oggetto esclusivo (salvo altre licenze), onorabilità/professionalità, assicurazione (€250.000 per sinistro e €500.000 per anno), <i>business continuity arrangements</i> - Incompatibile con licenza come IOSB e CIF 	<ul style="list-style-type: none"> - Nuovo operatore con requisiti di capitale minimo (€50.000), adeguatezza patrimoniale, <i>fit and proper managers</i>, resolution/back-up plans e continuity obligations 	<ul style="list-style-type: none"> - Nuovo operatore con autorizzazione riservata rilasciata da <i>CNVM</i> con parere obbligatorio e vincolante <i>Banco de Espana</i> - requisiti per l'autorizzazione: onorabilità/professionalità amministratori, oggetto sociale esclusivo, forma società capitali con sede in Spagna o UE, certi requisiti finanziari – in particolare, capitale interamente versato di 60.000 € o assicurazione (300,000 per reclamo e totale in un anno di 400,000) e patrimonio in misura diversa – da 120.000 a 2 M – a seconda volumi) - anche buona organizzazione amministrativa, contabile e di controllo interno, mezzi adeguati, regolamento interno di condotta con disciplina conflitti di interesse, piani di continuità in caso cessata attività, piano di attività, relazione su titolari partecipazioni qualificate 	<ul style="list-style-type: none"> - Nuovo operatore con autorizzazione rilasciata dalla <i>CMVM</i> - tra requisiti capitale minimo di €50,000 e/o assicurazione (di €1 milione/€1,5 milioni), risorse adeguate e requisiti <i>managers</i> e <i>main shareholders</i>, piano di attività, organizzazione interna adeguata, <i>business continuity arrangements</i> 	<p>La riforma non ha introdotto un nuovo operatore soggetto ad autorizzazione ma semplicemente meglio strutturato un sistema di esenzioni individuali con riferimento alla riserva in materia di intermediazione nell'attrarre/rendere disponibile fondi rimborsabili dal pubblico (attività riservata a <i>financial service provider</i> in base al <i>Financial Supervision Act - Wet op het financieel toezicht</i>) da richiedere all'AFM;</p> <p>Sembrerebbe servire anche una <i>no action letter</i> dall'autorità bancaria (<i>DBA</i>) in merito alla ricezione di fondi rimborsabili (cfr. 3:5 DFSA)</p> <p>L'esenzione individuale viene ora concessa in presenza di <i>'reliable' shareholders</i> e <i>managers</i> e direttori con requisiti di professionalità (almeno con riferimento alla valutazione del credito), <i>governance</i> trasparente</p>
Attività vietate alle piattaforme	<ul style="list-style-type: none"> - Divieto di ricezione di fondi dal pubblico (salvo licenza IP/IMEL anche semplificata al contrario dei CIP che non possono sommare le licenze) - Regime incompatibile con la licenza come mediatore creditizio (<i>IOBPS</i>) e consulente in investimenti su strumenti finanziari (<i>CIF</i>) - è invece possibile cumulare l'autorizzazione come banca, società finanziaria, IP, prestatario di servizi di informazione sui conti, IMEL, impresa di investimento, società di gestione di portafogli, agente di servizi di pagamento o <i>conseiller en investissements participatifs (CIP)</i> 	<ul style="list-style-type: none"> - Se ricezione fondi, si applica il <i>FCA Client Assets Sourcebook (CASS)</i> cioè gli obblighi di <i>client money separation</i> - No applicazione PSD se uso altro IP o «<i>commercial agent</i>» 	<ul style="list-style-type: none"> - Divieto di detenzione del denaro dei clienti o autorizzazione come IP ibrido - Divieto di erogazione di prestiti (salvo art. 63), servizi di investimento, raccomandazioni personalizzate, garanzia di collocamento, uso di sistemi di investimento automatico per gli investitori <i>retail</i> (art. 52) 	<ul style="list-style-type: none"> - Divieto di offrire consulenza su investimenti, detenere titoli, gestire fondi di investimento, remunerare lo staff sulla base dei volumi dei prodotti (art. 5(2) <i>le</i>) 	<ul style="list-style-type: none"> - Divieto di ricezione di fondi dal pubblico: conseguente obbligo di ricorrere ad un IP o <i>stichting</i> (trust) con amministratore indipendente
Vigilanza	Semplice registrazione presso ORIAS (organismo privato) ma <i>ACPR</i> (autorità bancaria/prudenziaria) può fare verifiche; anche competenza dell'autorità di protezione del consumatore	Vigilanza FCA (autorità finanziaria) - Comunicazione periodiche a FCA su situazione finanziaria, requisiti, cambiamenti valore dei prestiti, denaro clienti, reclami, prestiti nel trimestre	Vigilanza CNMV (autorità dei mercati finanziari) . comunicazione a autorità cambi di controllo e partecipazioni; riassunto progetti pubblicati, tasso di morosità, progetti rigettati e perché, reclami (art. 91)	CMVM (ma solo verifica requisiti di registrazione ed eventuale cancellazione)	AFM (<i>Autoriteit Financiële Markten</i>) Periodico invio ad autorità di un " <i>monitoring form</i> " in merito all'attività
Disciplina cui sono soggette le piattaforme					
A. Requisiti prudenziali	No	<ul style="list-style-type: none"> - Dal 2017, requisite di risorse finanziarie: a) <i>fixed sum of £50,000 or</i> b) <i>0.2% of the first £50 million of that total value; 0.15% of the next £200 million of that total value; 0.1% of the next £250 million of that total value; and 0.05% of any remaining total value</i> (IPRU(INV) 12.2.4R e 12.2.6R) if 25% increase in outstanding loans, recalibration 	<p>Solo quando il totale dei finanziamenti dei progetti nei 12 mesi sulla piattaforma supera i €2 milioni, le piattaforme devono disporre di risorse proprie almeno pari a €120.000.</p> <p>Inoltre, le risorse proprie dovranno essere incrementate in base alla somma totale dei prestiti negli ultimi 12 mesi come segue:</p> <ul style="list-style-type: none"> - nessun incremento fino ai primi €5 milioni - per l'importo che supera i €5 milioni e fino ai seguenti €50 milioni, 0,2% di quel importo - per l'importo che supera i €50 milioni, 0,1%. <p>In ogni caso, il requisito aggiuntivo non potrà superare i €2 milioni.</p>		
B. Doveri informativi	<p>a) informazioni da fornire al prestatore (contratto tipo) su: IFP, condizioni generali, selezione progetti, spese e costi; progetti e richiedenti, finanziamento (durata, tassi, rimborso), assicurazione o garanzia, contratto tipo, avvertimento rischi, tasso default, eventuale diritto rimborso, strumento per verificare adeguatezza importo, conseguenze se inadempimento</p> <ul style="list-style-type: none"> - accesso a info complete limitato <p>b) Info a richiedente su: tasso interesse, eventuale diritto rimborso, remunerazione IFP e costi, caratteristiche prestito, contratto tipo, avvertimento su indebitamento</p> <ul style="list-style-type: none"> - pubblicità chiara, precisa e visibile <p>c) Pubblicazione su sito dati statistici mensili su tasso</p>	<p>[cfr. IB-crowdfunding]</p> <ul style="list-style-type: none"> - Contratto scritto con diritti e obblighi a) Info a prestatore chiare, corrette e non ingannevoli: appropriate, rilevanti e utili per scelta informata (ad es., contatti, tipo di autorizzazione, <i>performance report</i>, spese, costi applicati, <i>due diligence</i>, politica sui conflitti di interesse, <i>money protection safeguards</i>, garanzie, procedure in caso di <i>default</i>, exit) - Accesso a info complete limitato b) Per richiedenti estensione disciplina credito al consumo (informazioni, avvertimenti, indirizzamento per consulenza, recesso di pentimento, verifica merito, ecc.) - Info e comparazioni chiare, corrette e non ingannevoli c) Pubblicazione dati statistici su defaults 	<p>a) a prestatore, informazioni su funzionamento piattaforma, inclusi i criteri di selezione; mezzi organizzativi per ridurre rischio di frode e operativo; tassi di morosità, prezzi, mezzi per evitare conflitti di interesse, sistema reclami, se strumento recupero crediti, nomi auditor; avvertimenti su no impresa di investimento o banca, no vigilanza, no garanzia, rischi anche di illiquidità;</p> <ul style="list-style-type: none"> - informazioni necessarie per decisione consapevole, chiare, concise, no tecniche e responsabilità civile piattaforma (in quanto a completezza rispetto a legge). b) Se prestiti, info a richiedenti su caratteristiche, piano, interessi, rischi e TAE; avvertimento rischio indebitamento eccessivo (se investimenti, invece, no 	<p>a) a prestatore: informazioni su registrazione, singola offerta, rischi e garanzie, dati storici su rendimenti e default; a carico beneficiari, tutte info utili per decisione informata. A investitori consegna di <i>Key information document</i> su piattaforma e progetti con avvertimenti su rischi di perdita del capitale, illiquidità, mancanza di controlli da parte di autorità pubbliche o della protezione di sistemi di garanzia (responsabilità della piattaforma su autenticità e intellegibilità)</p>	<p>a) informazione pre-contrattuale su diritti e obblighi in maniera chiara e completa</p> <ul style="list-style-type: none"> - avvertimenti su rischi e avvertimenti; pubblicità accurata, chiara e non ingannevole - raccomandare al consumatore di investire solo una parte limitata e accorta dei propri beni di diversificare; - Informazioni sul <i>borrower</i> per una decisione informata (dichiarazione del revisore contabile su bilancio, <i>business plan</i> e precedenti debiti/rendimenti)

	Francia	UK	Spagna	Portogallo	Olanda
	defaults e annuale su attività cioè dispositivi di governance, numero di richieste di finanziamento (ricevute, accettate, effettivamente finanziate), somme complessive erogate come prestiti, prestiti senza interesse e dono, numero di prestatori, numero medio di prestatori per progetto, ammontare medio dei crediti, prestiti senza interessi, doni per prestatore e agli indicatori di <i>default</i> (art. R. 548-4, II).		foglio informativo ma documento su caratteristiche e rischi, diritti e modalità esercizio, garanzie, obbligo pubblicità patti parasociali)		
C. Doveri di diligenza o protezione del lender	a) descrizione dei criteri per la selezione dei progetti (L548-6(2) and R548-5(3) CMF) b) fornire ai clienti strumenti perché siano in grado di stabilire quale somma da prestare sia adeguata	a) no obbligo di <i>due diligence</i> nella selezione dei richiedenti ma rendere noti i controlli effettuati per far capire a clienti la necessità di ulteriore <i>due diligence</i> da parte dei <i>lenders</i>	a) Obbligo <i>due diligence</i> in merito alla completezza delle informazioni (art. 71) e nella selezione dei progetti (art. 66) b) solo quando gli investitori chiedano di essere considerati "acreditatos", la piattaforma deve verificare l'esperienza e la conoscenza dei clienti e valutare se sono in grado di prendere decisioni di investimento e capire e assegnare rilevanza alle informazioni sui rischio d) Obblighi condotta simili e imprese investimento: oltre diligenza, trasparenza e miglior interesse cliente (in più anche neutralità: no partecipazioni significative - cioè > 10% - in finanziamenti su portale; si pubblicità progetti se selezione con criteri oggettivi);	b) Ricevere una dichiarazione degli investitori in merito alla loro capacità di capire le condizioni di mercato, inclusi i rischi	a) avere una politica per la valutazione del richiedente che tenga conto almeno del "payment behavior and payment morality"; politica per la valutazione dei rischi, inclusa la capacità di restituzione (dando accesso alla piattaforma solo ai richiedenti con capacità di restituzione) b) Doveri di condurre un <i>investor test</i> (sviluppato dalla piattaforma) quando l'investimento sia > €500 per verificare che l'investitore abbia conoscenza ed esperienza sufficienti per capire i rischi in generale, e nello specifico del progetto e della piattaforma e se ha investito una parte cauta delle proprie risorse disponibili (no > 10% delle sue risorse disponibili per gli investimenti). Un risultato negativo del test non impedisce di procedere con l'operazione ma impone un avvertimento d) necessario certificato di buona condotta dello staff e buona condotta di affari
D. Ulteriori misure di protezione del consumatore		a) Recesso pentimento 14gg se no mercato secondario. b) <i>financial ombudsman</i>	b) Sistema reclami	b) Sistemi per gestione reclami c) procedure e sistemi di <i>cyber security</i>	Periodo di riflessione di 24h (no 14 gg) Sistemi di gestione dei reclami
E. Disciplina sul credito al consumo applicabile o regime ad hoc?	Disciplina sul credito al consumo non si applica ma esistono specifici obblighi di trasparenza nei confronti del <i>borrower</i>	<i>Consumer credit discipline</i> estesa alle piattaforme (obblighi di informazione precontrattuale, <i>advice referral</i> e di valutazione del merito creditizio oltre a diritto di recesso, avvertimento a <i>borrower</i> in ritardo e avvertimenti speciali in caso di prestito garantito da ipoteca sulla casa)	<i>Consumer credit discipline</i> (piattaforma considerata intermediario a tal fine) quando il cliente è consumatore ma con regime semplificato (obblighi di trasparenza e avvertimento su sovra-indebitamento) (artt. 87 e 88)		Applicazione della normativa sul credito al consumo che copre anche l'offerta di prestiti, non solo l'erogazione diretta (obblighi di trasparenza e avvertimento, contenuto contrattuale, prevenzione del sovra-indebitamento,
F. Obblighi in materia di conflitti di interesse		- le piattaforme devono identificare i conflitti di interesse rilevanti e tenerne un registro/mantenerne evidenza; se non è possibile gestirli, necessario comunicarli	- pubblicare politica sui conflitti di interesse (secondo il principio di proporzionalità) - la piattaforma, i suoi direttori, managers e azionisti con partecipazioni qualificate possono investire in un progetto (max. 10%) e possono essere emittenti (max. 10% dei fondi raccolti attraverso la piattaforma)	- necessaria organizzazione (proporzionata) per evitare i conflitti di interesse (identificarli e mantenerne traccia) - Coloro che lavorano per la piattaforma non possono avere interessi contrapposti a quelli dei clienti.	
Applicabilità di normative ulteriori					
A. altre attività riservate	A seconda del modello, possibile qualificazione come collocamento o consulenza se estremi	Se raccolgono fondi in <i>trust</i> , rischio AIF (UCTIS escluso da decreto ministeriale) <i>Financial promotion rules</i>	Se violazione dei divieti di attività ed allontanamento dalle attività permesse, possibili altre qualificazioni e quindi applicazione della relativa disciplina	Se violazione dei divieti di attività ed allontanamento dalle attività permesse, possibili altre qualificazioni e quindi applicazione della relativa disciplina	Se prestiti negoziabili, applicazione MiFID
B. AML/CFT	estensione AML/CFT	obbligo generale di evitare <i>money-laundering and financing terrorism</i> (misure adeguate per assicurare che la piattaforma non sia usata per facilitare crimini)	obbligo generale di evitare <i>money-laundering and financing terrorism</i>	le piattaforme devono redigere, rendere disponibile online e applicare politiche e procedure per prevenire <i>money laundering and terrorism financing</i> .	
Conflitto di leggi/ambito geografico di applicazione	Regime <i>IFP</i> disponibile solo per piattaforme francesi (interpretazione data all'art. L548-3 CMF);	Necessità di una licenza FCA per le seguenti " <i>regulated activities</i> ": offrire investimenti (compreso in prestiti o prodotti ibridi) a cittadini inglesi o invitare soggetti inglesi ad emettere <i>securities (financial promotion)</i> o operare una piattaforma di <i>P2P lending ("operating an electronic system in relation to lending"</i> o intermediare in crediti al consumo o in mutui residenziali	Il regime special si applica alla piattaforme spagnole ma anche a quelle straniere che offrano i loro prodotti/servizi agli investitori spagnoli e si rivolgano a imprese spagnole (salvo che sia un'iniziativa esclusiva di questi) (art. 47)	ND (applicazione legge portoghese quando offerta rivolta ad investitori ivi residenti)	Regime ed in particolare limiti di investimento e vigilanza <i>AFM</i> applicabile alle piattaforme operative in Olanda, anche quando <i>retail investors</i> stranieri; necessario richiedere una dispensa/esenzione individuale all' <i>AFM</i> anche se soggetti stranieri (diversi da banche)

2) Schema comparativo delle normative ad hoc nazionali esaminate – regimi parziali e assimilazione ad investimenti

	Austria	Germania	Stati Uniti
Normativa principale di riferimento	<i>Alternativfinanzierungsgesetz (AltFG)</i> del 14 agosto 2015 n. 114	<i>Kleinanlegerschutzgesetz</i> del 23 aprile 2015 (esenta piattaforme e riceventi da legge bancaria e Prospetto).	Titolo III del <i>Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)</i> e SEC Regulation crowdfunding 2016 (esenzione ex Section 4(a)(6) of the Securities Act of 1933 per gli emittenti e dall'obbligo di licenza come broker per le piattaforme
Ambito di applicazione/prodotti	(oltre a azioni, obbligazioni, partecipazioni società chiuse e cooperative, diritti di partecipazione agli utili, silent partnerships e) prestiti subordinati (clausola di subordinazione per non violare la riserva di raccolta del risparmio "professionale" da parte dei richiedenti) con riferimento a PMI (prodotti finanziari dal 2015)	prestiti subordinati, prestiti con partecipazione agli utili	<i>securities</i> (<i>stock, debt, interest, return on investment and other interests in companies</i>) di 'emerging companies' (piccole imprese e start-up) statunitensi (tranne quelle <i>disqualified</i> , già sottoposte all' <i>exchange act</i> , fondi di investimento, o quelle che abbiano violato gli obblighi annuali di reporting previsti dalla normativa <i>crowdfunding</i>). Tali <i>securities</i> non possono essere rivendute per 1 anno.
Limiti massimi dell'offerta	Dal 2015 l'offerta di <i>alternative products</i> < €1,5 milioni è esente dall'obbligo di prospetto ma sottoposta a obblighi particolari alternativi (sempre che rispetto limiti max di investimento): - <i>information sheet</i> per l'offerta di <i>alternative products</i> tra €100.000 e €1,5 milioni - invece, prospetto semplificato per offerte di prodotti alternativi tra €1,5 milioni e €5 million (nell'arco di 7 anni) (invece l'esenzione generale da Prospetto riguarda l'offerta di prodotti finanziari entro i €250.000; un prospetto semplificato è però richiesto per offerte di azioni o obbligazioni tra €250.000 e €5 milioni)	Esenzione speciale dal prospetto per <i>crowdfunding</i> : €2,5 milioni (esenzione generale da obbligo di prospetto per offerte di prodotti finanziari invece: €100.000)	Ogni emittente non può richiedere più di \$1 milione (o \$2 milioni in presenza di <i>audited financial statement</i>)
Limiti massimi di investimento	Massimo investibile: €5.000 per persona fisica all'anno (il limite non si applica alle persone giuridiche o investitori professionali) salvo che il reddito mensile sia > €2.500 (in tal caso, il limite diventa il doppio del reddito netto mensile oppure il 10% dei beni finanziari del soggetto).	Massimo investibile: €1.000 per singolo investimento e €10.000 in totale per investitore persona fisica con differenze a seconda del reddito (se piena disponibilità di €100.000, il limite è di €10.000; altrimenti, il limite è del doppio del reddito mensile e comunque non superiore a €10.000; in casi residuali, quando ad esempio manca una dichiarazione dell'investitore sulla disponibilità, il limite è di €1.000)	Massimo investibile per investitore (anche se accreditato o HNWI) diverso a seconda del reddito: - se reddito annuale/patrimonio <\$100.000, il limite è rappresentato dalla somma maggiore tra \$2,000 e 5% del reddito annuale/patrimonio - se reddito annuale e patrimonio entrambi uguali o > \$100.000, il limite è il 10% del reddito annuale/patrimonio. In ogni caso, nell'arco di 12 mesi il totale investibile in offerte di <i>crowdfunding</i> non può superare \$100.000
Creazione di un nuovo intermediario?	No. Le piattaforme operano come operatori di <i>business investment consulting</i> (§ 94 Figure 75 <i>GewO</i>) e sono autorizzate su presentazione di un certificato di competenza all'autorità locale del commercio	No. Le piattaforme possono operare dal 2015 come <i>broker finanziari</i> (prima come <i>broker</i> commerciali ancor meno regolati) ex sec. 34(f) <i>GewO</i> autorizzati in seguito a semplice controllo dell'affidabilità e dell'adeguatezza della posizione finanziaria, assicurazione professionale e certificato di competenza rilasciato dalla Camera del commercio e dell'industria al superamento di un esame	Sì, « <i>funding portals</i> » esenti dagli obblighi di registrazione come <i>broker</i> ; sottoposto all'obbligo di aderire ad una associazione di settore/SRO (FINRA); comunque anche <i>broker/dealer</i> ordinari possono offrire <i>crowdfunding securities</i>
Vigilanza	No	No ma dal 2017 il VIB (documento informativo sostitutivo del prospetto, deve essere approvato dalla BaFin)	Sì, SEC
Esenzioni, limiti di attività, divieti	- Divieto di svolgere attività coperte da riserva - Esenzione da <i>PSD</i> come <i>commercial agent</i> o uso altro IP	- Divieto di detenere denaro o strumenti dei clienti - intermediazione solo di prodotti diversi da strumenti finanziari - no esenzione dalla <i>PSD</i> come <i>commercial agent</i> quindi necessario usare un IP o chiedere l'autorizzazione come tale	- i nuovi operatori possono solo svolgere attività di gestione dei portali - divieto di fornire servizi di <i>investment advice/recommendations</i> , di promozione e sollecitazione di acquisti, vendite di <i>securities</i> , detenzione di somme dei clienti, di remunerare sulla base dei volumi delle transazioni
Obblighi di disclosure	a) Emittente: - <i>information investment sheet</i> contenente informazioni su emittente, <i>alternative financial instruments</i> e rischi, rapporto annuale, bilancio, termini e condizioni. b) Piattaforma: - informazioni sull'operatore, requisiti per la selezione degli emittenti, tipo, ammontare e frequenza dei pagamenti, rischi di perdita del capitale e l'esigenza di investire preferibilmente beni di cui non si avrà bisogno del futuro vicino - Piattaforma deve verificare la completezza, comprensibilità e coerenza delle informazioni fornite dall'emittente - Obbligo di verificare il rispetto dei limiti di investimento	a) Emittente: - <i>information document</i> di 3 pagine che include le informazioni essenziali sull'investimento, un avvertimento sull'assenza di un prospetto approvato dalla BaFin (ma il documento deve essere approvato dall'autorità dal 2017), un avvertimento sulla possibilità di richiedere ulteriori informazioni all'emittente o alla piattaforma; avvertimento sui rischi (dal 2017 sottoposto ad approvazione della BaFin); unico responsabile delle informazioni è l'emittente b) Piattaforma: - limiti in marketing/pubblicità - documento informativo con informazioni sulla piattaforma, costi, rischi, conflitti di interesse, condizioni, rimborsi e contribuzioni di terzi, obiettivi di investimento, durata e profilo di rischio	a) Emittente: - dovere di comunicare <i>legal status, managers/owners, business</i> , numero di impiegati, rischi, <i>related-party transaction</i> , situazione finanziaria, prezzo degli strumenti, finalità dell'offerta, target, remunerazione dell'intermediario - reporting dopo la chiusura dell'offerta requirements b) piattaforma: - fornire informazioni sull'emittente e l'offerta (esente da responsabilità se non sapeva e non poteva ragionevolmente sapere) - Obbligo di <i>due diligence</i>
Conflitti di interesse	Piattaforma non può fare auto-collocamento ma può partecipare ai prestiti	Necessario fare <i>disclosure</i> delle commissioni ricevute da soggetti diversi dall'investitore (dal 2017)	No servizi all'emittente nel quale i soci o gli amministratori abbiano un interesse economico

	Austria	Germania	Stati Uniti
Misure aggiuntive di protezione degli investitori	Diritto di recesso entro 2 settimane	- Diritto di recesso entro 14 giorni - Test di appropriatezza	- Materiale di educazione finanziaria (su rischi, tipi di <i>securities</i> , informazioni richieste, limiti di rivendita, limiti di investimento, assenza di relazioni con emittente) - Ricezione dagli investitori di una dichiarazione sulla comprensione dei rischi, lettura del materiale e capacità di sostenere le perdite - Forums per gli utenti - Obbligo di adottare misure per prevenire il rischio di frodi e regole FINRA - Conservazione della documentazione per 5 anni Rispetto della normativa SEC sulla privacy
AML/CT	- Verificare l'identità degli utenti Applicazione AMF/CTF	Applicazione AML/CT	No
Applicazione geografica	Applicazione della normativa austriaca non solo a piattaforme con sede in Austria ma anche quando offerta rivolta a investitori austriaci (per lingua, contatti forniti, informazioni su tasse)	Applicazione della normativa tedesca non solo a piattaforme residenti nel paese ma anche a quelle straniere che si rivolgono a investitori tedeschi (per lingua, contatti, dominio, descrizione del prodotto)	Esenzione e regime speciale solo per piattaforme statunitensi; piattaforme straniere devono nominare un <i>US agent</i> e far stipulare un accordo tra SEC autorità nazionale

Bibliografia

- Abdou, H.A. e J. Pointon (2011), Credit Scoring, statistical techniques and evaluation criteria: A review of the literature. *Intelligent System*, in *Accounting, Finance and Management*, 18, 59-88
- ACCIS (2015), An Analysis of Credit Reporting in Europe, Survey of Members, (November 2015), www.accis.eu
- ACPR e AMF (2014), S'informer sur le nouveau cadre applicable au financement participatif (crowdfunding), (30 settembre 2014), <http://www.amf-france.org/Publications/Guides/Professionnels.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fa784a82d-295c-4371-8d04-f9b51895d370>
- ACPR e AMF (2017), S'informer sur le nouveau cadre applicable au financement participatif (crowdfunding), (9 maggio 2017), <http://www.amf-france.org/Publications/Guides/Professionnels.html?docId=workspace%3A%2F%2FspacesStore%2Fa784a82d-295c-4371-8d04-f9b51895d370>
- Ahelegbeya, D.F., P. Giudici, B. Hadji-Misheva (2019), Latent factor models for credit scoring in P2P systems, in *Physica A.*, 522, 112-121
- Ahern, D.M. (2018), Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdlending, *European Banking Institute Working Paper Series 2018/24*, disponibile presso <https://ssrn.com/abstract=3163728>
- Akerlof, G.A. (1970), The Market for "Lemons". Quality uncertainty and the Market Mechanism, in *Quarterly Journal of Economics* 84, 3, 488
- Ambrosio P., C. Capaccioni e G. Correnti (2017), Le sfide per il sistema bancario tra esigenze dei consumatori, rivoluzione digitale e nuovi competitor, *KPMG Report*, <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/it/pdf/2017/03/KPMGDigitalBanking2017.pdf>
- Andrews, L. (2017), Algorithms, governance and regulation: beyond "the necessary hashtags", <https://www.kcl.ac.uk/law/research/centres/telos/assets/DP85-Algorithmic-Regulation-Sep-2017.pdf>
- Annunziata, F. (2017), *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli
- Antonucci, A. (1996), L'accesso diretto delle imprese al mercato del capitale di credito, in *Banca, borsa tit. cred.*, 5, I, 619
- Antonucci, A. (2012), *Diritto delle banche*, Giuffrè
- Antonucci, A. (2018), *I contratti di mercato finanziario*, Pacini

- Agarwal S., C. Yan e A. Yavas (2012), Adverse selection in mortgage securitization, in *Journal of Financial Economics* 105, 3, 640-660
- Allen F., A. Hryckiewicz, O. Kowalewski e G. Tümer-Alkan (2014), Transmission of financial shocks in loan and deposit markets: Role of interbank borrowing and market monitoring, in *Journal of Financial Stability* 15, 112-126
- Anginer D., A. Demirguc-Kunt e M. Zhu (2014), How does deposit insurance affect bank risk? Evidence from the recent crisis, in *Journal of Banking & Finance* 48, 312-321
- Armour, J., D. Awrey, P. Davies, L. Enriques, J. Gordon, C. Mayer, J. Payne (2016), *Principles of Financial Regulation*, Oxford University Press
- Arner, D.W., J. Barberis e R.P. Buckley (2016), The Evolution of FinTech: A New Post-Crisis Paradigm?, in *Georgetown Journal of International Law* 47, 1271 - 1319
- Aschenbeck-Florange, T. e T. Nagel (2014), Germany, in Gajda et al. (2014)
- Banca d'Italia (2014), Documento per la consultazione Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, (luglio 2014), <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2014/disp-vig-2/DC.pdf>
- Banca d'Italia (2015), Disposizioni di vigilanza per gli intermediari finanziari, Circolare n. 288 del 3 aprile 2015
- Banca d'Italia (2016a), Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica, (17 maggio 2016), circolare n. 246/2016
- Banca d'Italia (2016b), Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf>
- Bandiera, B. (2017), FinTech e antiriciclaggio, in M. Paracampo, *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli
- Bani, E. (2017), Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia, in M.T. Paracampo (a cura di), *FinTech: introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli, 163-177
- Bani, E. (2018), Commento sub art. 111 t.u.b., in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam
- Barasinska, N., e Schäfer, D. (2014), Is Crowdfunding Different? Evidence on the Relation between Gender and Funding Success from a German Peer-to-Peer Lending Platform, in *German Economic Review*, 15(4), 436-452
- Barba Navaretti, G., G. Calzolari e A. F. Pozzolo (2017), FinTech and Banks: Friends or Foes?, in *European Economy – Banks, Regulation, and the Real Sector*, 2, 9
- Barocas S. e A.D. Selbst (2016), Big Data's Disparate Impact, in *California Law Review*, 104, 671-732
- Bariatti, S. (2018), Commento sub art. 16 t.u.b., in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam

- Barton N. e M. Coden (2017), Our Critical Infrastructure is more vulnerable than ever, The Boston Consulting Group Report, <https://www.bcg.com/publications/2017/engineered-products-critical-infrastructure-vulnerable-doesnt-have-to-be-that-way.aspx>
- Belleflamme, P., N. Omrani e M. Peitz (2015), The economics of crowdfunding platforms, in *Information Economics and Policy* 33, 11-28
- Bennardo, A., M. Pagano e S. Piccolo (2014), Multiple bank lending, creditor rights, and information sharing, in *Review of Finance* 19, 2, 519-570
- Benston, G.J. e C.W. Smith (1976), A transaction cost approach to the theory of financial intermediation, in *J. Finance* 31, 2, 215
- Berger, A. N., Miller, N. H., Petersen, M. A., Rajan, R. G., e J. C. Stein (2005), Does function follow organizational form? Evidence from the lending practices of large and small banks, in *Journal of Financial economics*, 76 (2), 237-269
- Berger A. e R. Turk-Ariss (2015), Do depositors discipline banks and did government actions during the recent crisis reduce this discipline? An international perspective, in *Journal of Financial Services Research* 48, 2, 103-126
- Berndt A. e A. Gupta (2009), Moral hazard and adverse selection in the originate-to-distribute model of bank credit, in *Journal of Monetary Economics* 56, 5, 725-743
- Bhattacharya, S. e A. Takor (1993), Contemporary Banking Theory, in *Journal of Financial Intermediation*, 3, 2
- Biasin, M. e M. Sciuto (2016), Il fondo di credito diretto (direct lending fund), in *Banca, borsa e tit. cred.*, 5, 538
- Blair, D. e M.C. Smith (2016), United Kingdom, in *CrowdfundingHub, Crowdfunding Crossing Borders. An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowdfunding Investments*, <https://drive.google.com/file/d/0B7uykMX1rDrWU3BRZTBMNzFwLVE/view>
- Bodiroga-Vukobrat N., A. Pošćić, A. Martinović (2018), "Old economy" restrictions in the digital market for services, https://hrcak.srce.hr/index.php?show=clanak&tid_clanak_jezik=312252&lang=en, 169-188
- Bofondi M. (2017), Il lending based crowdfunding: opportunità e rischi, *Questioni di Economia e Finanza: Occasional Papers*, Banca di Italia n. 375
- Bonzanini, L. (1999), La disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari, in *Contratti*, 5, 515
- Borello, G., V. De Crescenzo e F. Pichler (2014), Le piattaforme di crowdfunding in Europa, in *Bancaria* (Dicembre), 77-90
- Bostoen, F. (2018), Neutrality, fairness or freedom? Principles for platform regulation, in *Internet Policy Review*, 7, 1, 4 (disponibile a <https://policyreview.info/node/785/pdf>)
- Bradford, C.S. (2012), Crowdfunding and the Federal Securities Laws, in *Columbia Business Law Review*, 1, 1
- Brescia Morra, C. (2010), Commento all'art. 10. Attività bancaria, in M. Porzio et al. (a cura di), *Testo unico bancario. Commentario*, Giuffrè, 2010

- Brescia Morra, C. (2016), *Il diritto delle banche*, Mulino
- Brook Knight, T. (2016), *A Walk Through the JOBS Act of 2012: Deregulation in the Wake of Financial Crisis* (May 3, 2016), Cato Institute Policy Analysis No. 790, <https://ssrn.com/abstract=2833877>
- Brown, M., T. Jappelli e M. Pagano (2009), *Information sharing and credit: Firm-level evidence from transition countries*, in *Journal of Financial Intermediation* 18, 2, 151-172
- Brown, M. (2012), *European regulation of consumer credit: enhancing consumer confidence and protection from a UK perspective?*, in Devenney e Mel Kenny (a cura di), *Consumer credit, debt and investment in Europe*, Cambridge University Press
- Brunori, L. (2014), *La complessa identità del microcredito. Una Ricerca interdisciplinare*, il Mulino
- Burchi, A., S. Mezzacapo, P. Musile Tanzi, V. Troiano (2019), *Financial Data Aggregation e Account Information Services. Questioni regolamentari e profili di business*, Quaderno FinTech Consob n. 4, http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_4.pdf/2adb8707-41bf-48a4-ad4e-ce8ecce0ab13
- Burke, J.J.A. (2009), *Re-examining Investor Protection in Europe and the US*, in *Murdoch University Electronic Journal of Law*, 16, 2, 1
- Burrell, J. (2016), *How the machine "thinks": Understanding opacity in machine learning algorithms*, in *Big Data & Society*, (January-June), 1-12
- BuBalb, J. (2015), *Subordinated loans and loans with profit participation: BaFin urges caution in connection with capital raising*, (16 marzo) BaFin, http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1503_nachrangdarlehen_en.html
- Busch, C. et al. (2016), *The Rise of the Platform Economy: A New Challenge for EU Consumer Law*, in *Journal of European Consumer and Market Law* 5, 3
- Calandra Buonauro, V. (2001), *L'attività bancaria*, in Calandra Buonauro, Perassi e Silveti (a cura di), *La banca: l'impresa e i contratti*, Trattato Cottino, Cedam
- Capobianco, E. (2018), *Il Peer-to-peer lending*, (testo della relazione al convegno "FinTech: minaccia o opportunità per i mercati finanziari?", in corso di stampa per i relativi atti, consultato in anteprima grazie alla cortesia dell'autore)
- Capone, D. (2011), *Articolo 114-octies t.u.b.. Attività accessorie esercitabili*, in M. Mancini et al. (a cura di), *La disciplina dei servizi di pagamento*, Giappichelli
- Capriglione, F. (2001), *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on line*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 491
- Capriglione, F. (a cura di) (1987), *La disciplina comunitaria del credito al consumo*, Quaderni di ricerca giuridica n. 15, Banca d'Italia
- Capriglione, F. e V. Lemma (2018), *Commento sub art. 106*, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam

- Carbonetti, F. (2001), Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari, in Banca borsa tit. cred., I, 770
- Carletti, E., V. Cerasi, S. Daltung (2007), Multiple-bank lending: Diversification and free-riding in monitoring, in Journal of Financial Intermediation 16, 3, 425-451
- Carmona, A. F., Lombardo, A. G. Q., Rivera, R., Pastor, C., García, J. V., Muñoz, D. R., Martín, L. C. (2018). Competition issues in the Area of Financial Technology (FinTech). European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs. Policy Department A: Economic and Scientific Policy. doi:10.2861/81088
- Carnell, R., J.R. Macey, G.P. Miller (2009), The Law of Banking and Financial Institutions, Aspen
- Carozzi, A.M. e R.F. Schiavelli (2011), Il contratto di "collocamento" fuori sede di strumenti finanziari e di servizi di investimento, in Gabrielli e Lener (a cura di), I contratti del mercato finanziario, II, UTET
- Carriero, G. (1998), Il credito al consumo, Quaderni di ricerca giuridica n. 48, Banca d'Italia
- Carriero, G. e F. Macario (2016), Il credito bancario al consumo, in E. Capobianco (a cura di), I contratti bancari, UTET
- Casey E. e C. M. O'Toole (2014), Bank lending constraints, trade credit and alternative financing during the financial crisis: Evidence from European SMEs, in Journal of Corporate Finance 27, 173-193
- Castellano, G. (2012), Towards a General Framework for a Common Definition of "Securities": Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts, in Uniform Law Review, 17(3) 449
- Cavoukian, A. (2013), Privacy by design: Leadership, Methods and Results, in Gutwirth, Leenes, De Hert e Pouillet (a cura di), European Data Protection: Coming of Age, Dordrecht, 175 ss
- Cavoukian A. (2000), Privacy design principles for an integrated justice system, Working paper, <http://www.ontla.on.ca/library/repository/mon/3000/10301263.pdf>
- Celent (2016), Retail Banking Trends 2016: Hot Topics Entering Planning Season, Celent's Banking practice, <https://www.celent.com/insights/328207257>
- CESR (2005), Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments, CESR/05-290b
- Chaffee, E.C. e G.C. Rapp (2012), Regulating Online Peer-To-Peer Lending in the Aftermath of Dodd- Frank: in Search of an Evolving Regulatory Regime for an Evolving Industry, in Wash. & Lee L. Rev., 69, 485
- Chiappa Maggi, A. (2002), Commento sub art. 30 t.u.f., in Campobasso (diretto da), Testo Unico della Finanza. Commentario, tomo I, Giappichelli
- Chionna, V. (2011), Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano, in Banca borsa tit. cred., 1, 1
- Chiu, I. (2007), Securities Intermediaries in the Internet Age and the Traditional Principal-Agent Approach Model of Regulation, in Journal of International Commercial Law and Technology, 2, 138
- Citron, D.K. (2008), Technological Due Process, in Wash. Law Review, 85, 1249

- Claessens, S., Frost, J., Turner, G. e F. Zhu (2018), I mercati del credito fintech nel mondo: dimensioni, determinanti e questioni relative alle politiche, *BIS Quarterly Review*, settembre, https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1809e_it.pdf
- Clarich, M. (2010), L'armonizzazione europea dei servizi di pagamento. L'attuazione della Direttiva 2007/64/CE, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam
- Coase, R.H. (1937), The Nature of the Firm, in *Economica*, New Series, 4, 16, 386
- Coase, R.H. (1960), The Problem of Social Cost, in *The Journal of Law and Economics*, 3, 1-44 <http://www.jstor.org/stable/724810>
- Coase, R.H. (2013), The problem of social cost, in *The journal of Law and Economics*, 56(4), 837-877.
- Colaert, V. (2015), European banking, securities and insurance law: cutting through sectoral lines?, in *Common Market Law Review* 52, 1579
- Colaert, V. (2016), On the Absence of Peer-to-Peer Lending in Belgium, in *Journal of European Consumer and Market Law* 5(4), 182
- Cömert, H., C. D'Avino, G. Dymski, A. Kaltenbrunner, E. Petratos e M. Shabani (2016). Too big to manage: Innovation and instability from regulated finance to the megabanking era, *Cambridge Political Economy Society Working Paper* 6(06), http://www.cpes.org.uk/dev/wp-content/uploads/2016/06/dymski_hasan.pdf
- Commissione Europea (1997), Freedom to provide services and the interest of the general good in the Second Banking Directive (Communication), 97/C 209/04
- Commissione Europea (2007), Your questions on MiFID Markets in Financial Instruments Directive 2004/39/EC and implementing measures, Definitions – 'transferable securities', domanda n. 2 e Definitions 'transferable securities' - meaning of 'negotiable on the capital market', domanda n. 146, http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/isd/questions/questions_en.pdf
- Commissione Europea (2010), Consultation by Commission Services on legislative steps for the Packaged Retail Investment Products initiative, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2010/priips/docs/consultation_paper_en.pdf
- Commissione Europea (2013a), Crowdfunding in the EU – Exploring the Added Value of Potential EU Action, Consultation Paper, http://ec.europa.eu/finance/consultations/2013/crowdfunding/docs/consultation-document_en.pdf
- Commissione Europea (2013b), Shadow Banking – Addressing New Sources of Risk in the Financial Sector, (Communication) COM/2013/0614 final
- Commissione Europea (2014), Toward a data-driven economy, COM(2014)442 final, (2 luglio 2014), <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/EN/1-2014-442-EN-F1-1.Pdf>
- Commissione Europea (2015), Action Plan on Building a Capital Markets Union, (Communication) COM(2015) 468/2
- Commissione Europea (2016a), Capital Markets Union: Commission welcomes agreement to give companies easier access to capital markets, (8 dicembre), Press release, http://europa.eu/rapid/press-release_IP-16-4324_en.htm

- Commissione Europea (2016b), Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Commission Staff Working Document SWD(2016) 154 final, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf
- Commissione Europea (2016c), Piano d'azione per rafforzare la lotta contro il finanziamento del terrorismo, (Comunicazione) COM(2016) 50 final, http://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:e6e0de37-ca7c-11e5-a4b5-01aa75ed71a1.0018.02/DOC_1&format=PDF
- Commissione Europea (2016d), Online Platforms, Commission Staff Working Document - Accompanying the document Communication on Online Platforms and the Digital Single Market, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52016SC0172&from=de>
- Commissione Europea (2017a), Final report: Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU, (Dicembre 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171216-crowdfunding-report_en.pdf
- Commissione Europea (2017b), Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, (Communication) COM(2017) 292 final
- Commissione Europea (2017c), Staff Working Document Accompanying the Communication on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan, SWD(2017) 225 final
- Commissione Europea (2017d), Building a European Data Economy, (Communication), COM(2017) 9 final
- Commissione Europea (2018a), FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector, COM/2018/0109 final
- Commissione Europea(2018b), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on promoting fairness and transparency for business users of online intermediation services, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0238&from=EN>
- Commissione Europea (2018c), Proposal for a Directive amending Council Directive 93/13/EEC of 5 April 1993, Directive 98/6/EC of the European Parliament and of the Council, Directive 2005/29/EC of the European Parliament and of the Council and Directive 2011/83/EU of the European Parliament and of the Council as regards better enforcement and modernization of EU consumer protection rules, , (COM(2018) 185 final, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52018PC0185&from=EN>
- Commissione Europea (2018d), Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/com-2018-113_en
- Committee on the Global Financial System (CGFS) and Financial Stability Board (FSB) (2017), FinTech Credit. Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications, BIS
- Comporti, C. (1999), La sollecitazione all'investimento, in A. Patroni Griffi et al. (a cura di), Intermediari finanziari, mercati e società quotate, Giappichelli
- Comporti, C. (2003), L'offerta fuori sede di strumenti finanziari nel diritto comunitario: situazione attuale e prospettive di riforma, in Dir. banca e merc. fin., I, 52

- Consob (2019a), Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività - Documento per la Discussione (19 marzo 2019), http://www.consob.it/documents/46180/46181/doc_disc_20190319.pdf/64251cef-d363-4442-9685-e9ff665323cf
- Consob (2019b), Modifiche al regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line - Documento di Consultazione, (20 giugno 2019), http://www.consob.it/web/area-pubblica/consultazioni?viewId=consultazioni_in_corso (al 28 giugno 2019)
- Cooper, J.C. (2015), Separation, Pooling, and Predictive Privacy Harms From Big Data: Confusing Benefits for Costs?, George Mason University Law & Economics Research Paper No 15/32., disponibile all'indirizzo https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2655794
- Costi, R. (1999), Tutela degli interessi e mercato finanziario, in Riv. trim. dir. e proc. civ., 53, 3, 773
- Costi, R. (2012), L'ordinamento bancario, Mulino
- Costi, R. (2014), Il mercato mobiliare, Giappichelli
- Costi, R. e L. Enriques (2004), Il mercato mobiliare, in Trattato Cottino, VIII, Cedam
- Cranston, R. (2002), Principles of Banking Law, Oxford University Press
- CrowdfundingHub (2015), Current State of Crowdfunding in Europe - An Overview of the Crowdfunding Industry in more than 25 Countries: Trends, Volumes & Regulations, http://www.sbs.ox.ac.uk/sites/default/files/Entrepreneurship_Centre/Docs/OxEPR2/current-state-crowdfunding-europe-2016.pdf
- Crowdsurfer e EY (2015), Crowdfunding: Mapping EU markets and events study, EU, Brussels
- D'Acquisto, G. e M. Naldi (2017), Big Data e Privacy by Design, Giappichelli, 2017
- D'Amico, N. e A. Enria (1996), La riserva di raccolta del risparmio, in P. Ferro-Luzzi e G. Castaldi (a cura di), La nuova legge bancaria. Commentario, Milano
- Dagnino, F. (2012), Commento sub artt. 26-29 t.u.f., in F. Vella (a cura di), Commentario al t.u.f., Giappichelli
- Danish Ministry of Business and Growth. (2015), Crowdfunding in Denmark, Report, [https://www.uia.no/Media/Files/fakultet/handelshoeyskolen/crowdfunding-in-denmark-report-2015/\(language\)/nor-NO](https://www.uia.no/Media/Files/fakultet/handelshoeyskolen/crowdfunding-in-denmark-report-2015/(language)/nor-NO)
- Datta A., S. Sen e Y. Zick (2016), Algorithmic Transparency via Quantitative Input Influence: Theory and Experiments with Input Influence, 37th IEEE Symposium on Security and Privacy, <https://ieeexplore.ieee.org/document/7546525>
- Davis, K., e J. Murphy (2016), Peer-to-Peer Lending: Structures, risks and regulation, JASSA: The Finsia Journal of Applied Finance, 3, 37, disponibile al link <https://ssrn.com/abstract=2862252>
- De Buysere, K., O. Gajda, R. Kleverlaan, D. Marom e M. Klaes (2012), A framework for European crowdfunding, European Crowdfunding Network, http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/FRAMEWORK_EU_CROWDFUNDING.pdf

- DeFilippis, J. (2001), The myth of social capital in community development, in *Housing policy debate*, 12(4), 781-806
- De Gioia-Carabellese, P. e C. Chessa (2016), La Direttiva 2014/17/UE in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, in *Resp. civ. prev.*, 4, 1422
- de Lambertye-Autrاند, M.C., C. Kleiner e L. Usunier (2015), L'activité transfrontalière des plateformes de financement participatif, in *Le Fur* (2015)
- Delivorias A. (2017), Crowdfunding in Europe Introduction and state of play, European Parliamentary Research Service, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI\(2017\)595882_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/595882/EPRS_BRI(2017)595882_EN.pdf)
- de Vauplane, H. (2013), Les premières brèches au monopole bancaire, in *Revue Banque*, 765, 20
- Dell'Erba, M. (2016), The introduction of credit funds through ELTIF: the case of France and Italy, in *Revue trimestrielle de droit financier*, 2, 24
- Delmas-Marsalet, J. (2016), Rapport sur le monopole bancaire, Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, <http://www.eifr.eu/uploads/eventdocs/573325f34a4c6.pdf>
- Department of the Treasury statunitense (2016), Opportunities and challenges in online marketplace lending, (maggio), https://www.treasury.gov/connect/blog/documents/opportunities_and_challenges_in_online_marketplace_lending_white_paper.pdf
- Department of the Treasury statunitense (2018), A financial system that creates economic opportunities: nonbank financials, fintech, and innovation, (luglio), <https://home.treasury.gov/sites/default/files/2018-07/A-Financial-System-that-Creates-Economic-Opportunities---Nonbank-Financi....pdf>
- Desiderio, G. (2010), L'attività bancaria, in F. Capriglione (a cura di), *L'ordinamento finanziario italiano*, 1, Padova, Cedam, 2010
- Dietrich, A. e S. Amrein (2017), Crowdfunding Monitoring Switzerland 2017, Institute of Financial Services Zug IFZ, https://blog.hslu.ch/retailbanking/files/2017/05/Crowdfunding-Monitoring-2017_E_final.pdf
- Di Porto, F. (2016), Dalla convergenza digitale-energia l'evoluzione della specie: il consumatore «iperconnesso», in *Merc. Conc. Reg.* 59
- Domingos, P. (2012), A few Useful Things to Know about Machine Learning, *Comm. ACM*, (Oct.), 78
- Dragomir, L. (2010), *European Prudential Banking Regulation and Supervision: The Legal Dimension*, Routledge
- Duchin R., O. Ozbas, B. Sensoy (2010), Costly external finance, corporate investment, and the subprime mortgage credit crisis, in *Journal of Financial Economics* 97, 3, 418-435
- Dushnitsky G., M. Guerini, E. Piva e C. Rossi Lamastra (2016), Crowdfunding in Europe: determinants of platform creation across countries, in *California management review* 58, 2, 44-71
- Duwatripont, M. e J. Tirole (1993), *The Prudential Regulation of Banks*, Cambridge University Press

- EBA (2014), Opinion of the European Banking Authority on matters relating to the perimeter of credit institutions, (27 novembre 2014), [https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-12+\(Opinion+on+perimeter+of+credit+institution\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/657547/EBA-Op-2014-12+(Opinion+on+perimeter+of+credit+institution).pdf)
- EBA (2015a), Guidelines on creditworthiness assessment, (1 giugno 2015), EBA/GL/2015/11, https://eba.europa.eu/documents/10180/1162894/EBA-GL-2015-11_EN_GL+on+creditworthiness.pdf
- EBA (2015b), Opinion of the EBA on Lending-Based Crowdfunding, EBA/Op/2015/03
- EBA (2016), Guidelines on product oversight and governance arrangements for retail banking products, (23 March 2016), EBA/GL/2015/18, <https://eba.europa.eu/documents/10180/1141044/EBA-GL-2015-18+Guidelines+on+product+oversight+and+governance.pdf>
- EBA (2017), Report on innovative uses of consumer data by financial institutions, (28 giugno 2017), <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1720738/Report+on+Innovative+uses+of+data+2017>
- EBA (2018), The EBA's Fintech Roadmap Conclusions from the Consultation on the EBA's Approach to Financial Technology (Fintech), (15 March 2018), <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1919160/EBA+FinTech+Roadmap.pdf>
- ECB (European Central Bank) (2018), Guide to assessments of fintech credit institution licence applications, (March 2018), https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.201803_guide_assessment_fintech_credit_inst_licensing.en.pdf
- Economic and Social Committee (2018), Opinion on the "Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments and Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business", (3 agosto 2018), <http://data.consilium.europa.eu/doc/document/ST-11544-2018-INIT/en/pdf>
- Eisenmann, T. R., G. Parker e M.W. Van Alstyne (2011), Platform Envelopment, in Strategic Management Journal, available at <https://ssrn.com/abstract=1496336> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1496336>
- Enriques, L. (2003), Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet, in Dir. banca e mercati fin., I, 26
- ESAs – Joint Committee (2018), Final Report on the Use of Big Data by Financial Institutions, (15 marzo 2018), JC/2018/04, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc-2018-04_joint_committee_final_report_on_big_data.pdf
- ESAs – Joint Committee (2019), FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs – Report, (7 gennaio 2019), JC/2018/74, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2018_74_joint_report_on_regulatory_sandboxes_and_innovation_hubs.pdf
- ESMA (2014), Opinion on Investment-based crowdfunding, (18 dicembre 2014), ESMA/2014/1378

- ESMA (2015), Questions and Answers - Investment-based crowdfunding: money laundering/terrorist financing, (1 luglio 2015), ESMA/2015/1005
- ESMA (2018a), Guidelines on certain aspects of the MiFID II suitability requirements. Final Report, ESMA35-43-869
- ESMA (2018b), Questions and Answers. On MiFID II and MiFIR market structures topics, (19 November 2018), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-872942901-38_qas_markets_structures_issues.pdf
- ESMA (2019), Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets, (9 January 2019), ESMA50-157-1391
- European Crowdfunding Network (2013a). Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market. June. https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/20130610_Regulation_of_Crowdfunding_EC_N_OC.pdf
- European Crowdfunding Network (2013b). Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel. October. <https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2016/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2013.pdf>
- European Crowdfunding Network (2017), Review of Crowdfunding Regulation 2017. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel. https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf
- European Parliament (2012), Resolution of 20 November 2012 on Shadow Banking, 2012/2115(INI)
- European Parliament (2019), 'Legislative resolution of 27 March 2019 on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), [http://www.europarl.europa.eu/RegData/seance_pleniere/textes_adoptes/provisoire/2019/03-27/0301/P8_TA-PROV\(2019\)0301_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/seance_pleniere/textes_adoptes/provisoire/2019/03-27/0301/P8_TA-PROV(2019)0301_EN.pdf)
- European Parliament/ECON (Committee on Economic and Monetary Affairs) (2018a), Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), (10 agosto 2018), <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?type=COMPARL&reference=PE-626.662&format=PDF&language=EN&secondRef=02>
- European Parliament/ECON (Committee on Economic and Monetary Affairs) (2018b), Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, (9 novembre 2018), <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2018-0364+0+DOC+PDF+V0//EN>
- Evans, D.S. (2003), Some Empirical Aspects of Multi-sided Platform Industries, in Review of Network Economics, 2, 3, 194 (disponibile al link <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.86.5044&rep=rep1&type=pdf>)

- Evans, D.S. e R. Schmalensee (2010), Failure To Launch: Critical Mass in Platform Businesses, in Review of Network Economics, 9, 4, (<https://www.degruyter.com/downloadpdf/j/rne.2010.9.issue-4/rne.2010.9.4.1256/rne.2010.9.4.1256.pdf>)
- Fabiano, N. (2015), Privacy by Design: l'approccio corretto alla protezione dei dati personali, in il Sole24ore (20 aprile 2015)
- Falcone, G. (2014), Il trattamento normativo del sovraindebitamento del consumatore, in AA.VV., Scritti in onore di Franco Belli, Pacini Editore, pp. 632 ss.
- Falcone, G. (2017), "Prestito responsabile" e valutazione del merito creditizio, in Giur. Comm., 1, 147
- Farinha, L. A. e J. Santos (2000), Switching from single to multiple bank lending relationships: Determinants and implications, Bank for International Settlements, Monetary and Economic Department Working Paper no. 83, <https://pdfs.semanticscholar.org/bf63/66f72b99857c275ea3812fca977e5ac35e44.pdf>
- Fayyad, U. (2001), The Digital Physics of Data mining, in 44 Comm. ACM, Mar., 62
- FCA (2014a), Detailed rules for the FCA regime for consumer credit Including feedback on FCA QCP 13/18 and 'made rules', (February), <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-03.pdf>
- FCA (2014b), Detailed rules for the price cap on high-cost short-term credit Including feedback on CP14/10 and final rules – PS14/16, (November), <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps14-16.pdf>
- FCA (2015), Regulatory Sandbox, disponibile a <https://www.fca.org.uk/publication/research/regulatory-sandbox.pdf>
- FCA (2016a), Call for input to the post-implementation review of the FCA's crowdfunding rules, (luglio), <https://www.fca.org.uk/publication/call-for-input/call-input-crowdfunding-rules.pdf>
- FCA (2016b), Handbook changes regarding the segregation of client money on loan-based crowdfunding platforms, the Innovative Finance ISA, and the regulated activity of advising on peer-to-peer agreements Including feedback to CP16/4 and CP16/5, and final rules PS16/8, (March 2016)
- FCA (2017), Implementation of the revised Payment Services Directive (PSD2): Approach Document and final Handbook changes, PS17/19, <https://www.fca.org.uk/publication/policy/ps17-19.pdf>
- FCA (2018), Loan-based ('peer-to-peer') and investment-based crowdfunding platforms: Feedback on our post-implementation review and proposed changes to the regulatory framework, (July 2018), CP 18/20, <https://www.fca.org.uk/publication/consultation/cp18-20.pdf>
- Federal Trade Commission (2016), Big Data: a tool for inclusion or exclusion, FTC, (January), consultabile sul sito <https://www.ftc.gov/system/files/documents/reports/big-data-tool-inclusion-or-exclusion-understanding-issues/160106big-data-rpt.pdf>
- Feng, E. (2018), China P2P lender braced for regulatory crackdown", Financial Times (2 aprile 2018), <http://www.scmp.com/business/companies/article/2082423/just-few-big-chinese-p2p-lender-seen-surviving-sector-tarnished>

- Fenwick, M. D., Wulf A. Kaal, Erik P. M. Vermeulen, Regulation Tomorrow: What Happens When Technology Is Faster than the Law?, *American University Business Law Review*, Vol. 6, n. 3 (2017), disponibile a <http://digitalcommons.wcl.american.edu/aublrvol6/iss3/1>
- Ferrarini, G. e E. Macchiavello (2017), Investment-based Crowdfunding: Is MiFID II enough?, in D. Busch e G. Ferrarini (a cura di), *Regulation of EU Financial Markets: MiFID II*, Oxford University Press
- Ferrarini, G., e Macchiavello, E. (2018), FinTech and Alternative Finance in the CMU: The Regulation of Marketplace Investing, in D. Busch e G. Ferrarini (eds.), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press
- Ferretti, F. (2009), The "Credit Scoring pandemic" and the European Vaccine: Making Sense of EU Data Protection Legislation, in *Journal of Information, Law and Technology*, 3
- Ferretti, F. (2014), Contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali: prime osservazioni sulla direttiva 2014/17/UE, in *Contr. e impr. Europa*, 863
- Ferretti, F. (2017), Not so Big and Big Credit Data Between Traditional Consumer Finance, Fintech and Banking Union: Old and New Challenges in an Enduring EU Policy and Legal Conundrum, in *Global Jurist*
- FinPart (2012), Livre blanc finance participative. Plaidoyer et propositions pour un nouveau cadre réglementaire, <http://finpart.org/download/plaidoyer-juin/Livre-Blanc-Finance-Participative-Plaidoyer-et-Propositionspour-un-Nouveau-Cadre-Reglementaire.pdf>
- Foglia, A., S. Laviola e P. Reedtz (1998), Multiple banking relationships and the fragility of corporate borrowers, in *Journal of Banking & Finance* 22, 10-1, 1441-1456
- Forestieri, G. (2002), Concorrenza e innovazione nei sistemi di pagamento retail, in *Banca impresa e soc.* 2002, 3, 445
- Fraile Carmona, A., A. Gonzalez-Quel Lombardo, R. Rivera Pastor, C. Tarín Quirós, J. P. Villar García, D. Ramos Muñoz e L. Castejón Martín C. (2018), Competition issues in the Area of Financial Technology (FinTech), European Parliament's Committee on Economic and Monetary Affairs - Policy Department A: Economic and Scientific Policy, doi:10.2861/81088, [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU\(2018\)619027_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2018/619027/IPOL_STU(2018)619027_EN.pdf)
- Franks, J.R., N.A.B. Serrano-Velarde e O. Sussman (2016), Marketplace Lending, Information Aggregation, and Liquidity, <https://ssrn.com/abstract=2869945>
- Fratini, M. (2012), Commento all'art. 1, commi 1 e 2 T.U.F., in M. Fratini e G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, artt. 1-90 - tomo I, Giappichelli
- FSB (2011), Shadow Banking: Strengthening Oversight and Regulation-Recommendations of the Financial Stability Board, <http://www.financialstabilityboard.org>
- FSB (2015), Global Shadow Banking Monitoring Report 2015, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2015.pdf>
- FSB (2017a), Artificial Intelligence and machine learning in financial services. Market developments and financial stability implication, (1 novembre), <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/PO11117.pdf>

- FSB, (2017b), Financial Stability Implication from FinTech, Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention, (27 giugno 2017), <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>
- FSUG (2016), Paper on Assessment of current and future impact on Big Data on Financial Services, (June 2016), https://ec.europa.eu/info/file/46888/download_en
- Gach, R. e M. Gotsch (2014), The rise of Fintech, Accenture Report, http://pfny.org/wp-content/uploads/2017/04/The-Rise-of-Fintech_2014.pdf
- Gaffuri, L., (2010), I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi, Giuffrè
- Gajda, O. et al. (a cura di) (2014), Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of Existing Crowdfunding Regulations in Europe, North America and Israel, European Crowdfunding Network, <http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2014/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2014.pdf>
- Gajda, O. et al. (a cura di) (2017), Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of Existing Crowdfunding Regulations in Europe, North America and Israel, European Crowdfunding Network, http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf
- Gajda, O. et al. (a cura di), (2013a), Regulation of Crowdfunding in Germany, the UK, Spain and Italy and the Impact of the European Single Market, European Crowdfunding Network (June), https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/20130610_Regulation_of_Crowdfunding_ECN_OC.pdf
- Gajda, O. et al. (a cura di), (2013b), Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of existing regulation concerning crowdfunding in Europe, North America and Israel, European Crowdfunding Network (October), <https://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2016/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2013.pdf>
- Ge, R., J. Feng e Gu Bu (2016), Borrower's default and self-disclosure of social media information in P2P lending, in *Financial Innovation*, 2(30), 1-6
- Gentili, A. (1998), Commento all'art. 32, in Alpa e Capriglione (a cura di), Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, 1998, I, Cedam, Padova, pp. 338 ss.
- Giambelluca, G. (2018), Commento sub art. 114-octies t.u.b., in F. Capriglione (a cura di), Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, Cedam
- Gibson, C.T., M. McGrath, K. Juster e J. Dickerson (2016), Regulation Crowdfunding for Issuers and Intermediaries Part II and III), in *Investment Lawyer*, 23, 3, 1
- Gimigliano, G. (2005), Sistemi di pagamento e diritto della concorrenza. Il diritto europeo della concorrenza e gli ordinamenti comunitari, in G. Carriero e V. Santoro (a cura di), *Il diritto del sistema dei pagamenti*, Giuffrè
- Gimigliano, G. (2010a), Sub art. 114-bis-114-quinquies, in M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina (a cura di), *Testo Unico Bancario. Commentario*, Giuffrè
- Gimigliano, G. (2010b), Sub art. 114-quaterdecies t.u.b., in M. Porzio, F. Belli, G. Losappio, M. Rispoli Farina (a cura di), *Testo unico bancario. Commentario*, Milano, 2010,

- Giorgianni, F. e C. Tardivo (2012), *Manuale di diritto bancario e degli operatori finanziari*, Giuffrè
- Giudici, P., B. Hadji-Misheva (2017), *Scoring Models for P2P Lending Platforms: A Network Approach*, Working Paper, University of Pavia,
- Gola, C., M. Burroni, F. Columba, A. Ilari, G. Nuzzo e O. Panzarino (2017), *Shadow banking out of the shadows: non-bank intermediation and the Italian regulatory framework*, *Questioni di Economia e Finanza (Occasional papers)* n. 372/2017, Banca d'Italia
- Goodman, B. e S. Flaxman (2016), *European Union regulations on algorithmic decision-making and a "right to explanation"*, <https://arxiv.org/abs/1606.08813>
- Gorgoni, M. (2011), *Spigolature su luci (poche) e ombre (molte) della nuova disciplina dei contratti di credito ai consumatori*, in *Responsabilità civile e previdenza*, 4, 761
- Government Accountability Office - G.A.O. (2011), *Person-to-person lending. New Regulatory Challenges Could Emerge as the Industry Grows*, <https://www.gao.gov/new.items/d11613.pdf>
- Grisafi, R. (2015a), *Credito ai consumatori e beni immobili residenziali: la nuova direttiva mutui tra ragioni di omogeneità comunitaria e questioni di eterogeneità nazionale (Parte prima)*, in *Studium iuris*, 6, 655
- Grisafi, R. (2015b), *Credito ai consumatori e beni immobili residenziali: la nuova direttiva mutui tra ragioni di omogeneità comunitaria e questioni di eterogeneità nazionale (Parte seconda)*, in *Studium iuris*, 7-8, 796
- Grisi, G. (2001), *La prestazione on line di servizi e prodotti finanziari*, in *Europa e dir. priv.*, 2, 367
- Guffanti, E., e P. Sanna (2016), *I fondi di credito*, in *Società*, 7, 862
- Guillaume, N. (2010), *Prêts entre particuliers en France: Un contexte réglementaire encore malcerné*, in *Revue Banque*, 726, 73
- Guillaume, N. (2013), *FriendsClear c'est fini!*, (15 giugno 2013), <http://nicolasguillaume.fr/friendsclear-cest-fini/>
- Gulamhuseinwala I., T. Bull e S. Lewis (2015), *FinTech is gaining traction and young, high-income users are the early adopters*, in *Journal of Financial Perspectives: Fintech* 3 (3)
- Hacker, P. e C. Thomale (2018), *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in corso di pubblicazione in *European Company and Financial Law Review*, disponibile al link <https://ssrn.com/abstract=3075820>
- Hakvoort, A. (2016a), *New crowdfunding rules as per 1 April 2016*, (2016), <http://www.fglawyersamsterdam.com/wp-content/uploads/2016/03/20160316-New-Crowdfunding-rules-as-per-1-April-20162.pdf>
- Hakvoort, A. (2016b), *The Netherlands*, in *CrowdfundingHub, Crowdfunding Crossing Borders. An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowdfunding Investments*, <https://drive.google.com/file/d/0B7uykMX1rDrWU3BRZTBMNzFwLVE/view>
- Haldane, A.J. (2016), *Is there an Industrial Revolution in Financial Services?*, Joint Bank of England/London Business School Conference, <https://www.bankofengland.co.uk/->

/media/boe/files/speech/2016/andy-haldanes-opening-remarks-at-london-business-school-centre-for-corporate

- Handzic M., F. Tjandrawibawa e J. Jeo (2003), How Neural Networks Can Help Loan Officers to make better Informed Application Decisions, *Informing Science* (June), 6, 97-109
- Havrylchuk, O., C. Mariotto, T.U. Rahim e M. Verdier (2016), What drives the expansion of the peer-to-peer lending?, <https://ssrn.com/abstract=2841316> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2841316>
- Havrylchuk, O., Verdier, M. (2018), The Financial Intermediation Role of the P2P Lending Platforms, in *Comparative Economic Studies*, 60(1), 115-130
- Hau, H., Y. Huang, H. Shan e Z. Sheng (2018), Fintech credit, financial inclusion and entrepreneurial growth, Working Paper, abstract available at https://editorialexpress.com/cgi-bin/conference/download.cgi?db_name=EEAESEM2018&paper_id=598
- Hazard, J., O. Scavounis e H. Stieber (2016), Are Transaction Costs Drivers of Financial Institutions? Contracts Made in Heaven, Hell, and the Cloud in Between, in P. Tasca, T. Aste, L. Pelizzon, N. Perony (a cura di), *Banking Beyond Banks and Money - A Guide to Banking Services in the Twenty-First Century*, Berlin
- He, D. et al (2017), Fintech and Financial Services: Initial Considerations, IMF Staff Discussion Note 5/2017, <https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2017/06/16/Fintech-and-Financial-Services-Initial-Considerations-44985>
- Heat P.T., D. Schwartz e T. Sun (2015), The Future of finance: the socialization of finance, Goldman Sachs Equity Research Report n.3
- Hooghiemstra, S. e K. De Buysere (2016), The Perfect Regulation of Crowdfunding: What Should the European Regulator Do?, in D. Brüntje e O. Gajda (a cura di), *Crowdfunding in Europe: state of the art in theory and practice*, Springer
- House of Commons - Treasury Committee (2015), Conduct and competition in SME lending, Eleventh Report of Session 2014-15, https://www.parliament.uk/documents/commons-committees/treasury/Conduct_and_Competition_in_SME_lending.pdf
- Isenberg, D.S. (1998), The Dawn of the Stupid Network, <https://web.stanford.edu/class/cs240/old/sp2014/readings/Dawnstupid.ps>
- IOSCO (International Organization of Securities Commissions) (2015), Crowdfunding 2015 survey responses report (FR29/2015), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD520.pdf>
- IOSCO (2017), Research Paper on Financial Technologies (Fintech), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>
- Iizuka, M. (2014), *Le Crowdfunding: Les Rouages du Financement Participatif*, Edubanque editions, Ed. 2
- Iyer, R., A. Khwaj, E.F.P. Luttmer e K. Shue (2016), Screening peers softly: Inferring the quality of small borrowers, in *Management Science*, 62(6), 1554
- Iyer R., A. Khwaj, E.F.P. Luttmer e K. Shue (2011), Screening in new credit market: Can individual lender infer borrower creditworthiness in peer to peer lending, in AFA, Denver Meeting paper, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1570115

- Jagtiani, J. e C. Lemieux (2017), Fintech Lending: Financial Inclusion, Risk Pricing, and Alternative Information, Federal Reserve of Philadelphia Working Paper no.17, <https://www.philadelphiafed.org/-/media/research-and-data/publications/working-papers/2017/wp17-17.pdf>
- Jiménez G., S. Ongena, J.L. Peydró e J. Saurina (2017), Macroprudential policy, countercyclical bank capital buffers, and credit supply: evidence from the Spanish dynamic provisioning experiments, in *Journal of Political Economy* 125, 6, 2126-2177
- Jourdan, S. (2012), Pourquoi la Finance Collaborative Peine à se Développer en France, (22 Marzo 2012), CONSO COLLABORATIVE, <http://magazine.ouishare.net/fr/2012/04/finance-collaborative-france/>
- Judge, K. (2012), Fragmentation Nodes: A Study in Financial Innovation, Complexity, and 'Systemic Risk, in *Stan L Rev* 64, 657
- Keys B., M. Tanmoy, A. Seru e V. Vig (2010), Did securitization lead to lax screening? Evidence from subprime loans, in *The Quarterly journal of economics* 125, 1, 307-362
- Kirby, E. e S. Worner (2014), Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast, OICV-IOSCO Staff Working Paper 3/2014, <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>
- Kitchin, R. (2017), Thinking critical about and researching algorithms, in *Information, communication & Society*, 20, 1, 14
- Kitchin, R. e M. Dodge (2011), *Code/space: Software and everydaylife*, Cambridge, MIT Press
- Klön, L., L. Hornuf e T. Schilling (2015), The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions, in *European Company Law*, 13(2), 56-66, <https://ssrn.com/abstract=2595773>
- Kremp, E., e P. Sevestre (2013), Did the crisis induce credit rationing for French SMEs?, in *Journal of Banking & Finance* 37, 10, 3757-3772
- Kroll, J. et al (2017), Accountable algorithms, in *Penn Law Review*, 165, 633
- Kuneva, M. (2009), Keynote Speech at Roundtable on Online Data Collection, Targeting and Profiling, disponibile a http://europa.eu/rapid/press-release_SPEECH-09-156_en.htm
- Landi, A. e M. Onado (1996), La funzione economica del sistema finanziario e delle banche, in M. Onado (a cura di), *La banca come impresa*, Mulino
- Lasserre Capdeville, J. (2015), La réforme du crowdfunding en droit français: les aspects du droit bancaire, in *Revue générale du droit, Études et réflexions* n. 4, http://www.revuegeneraledudroit.eu/wp-content/uploads/ER2015_4.pdf
- Laudonio, A., Le altre facce del crowdfunding, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2017, 2, I, 261-331
- Le Fur, A.V. (a cura di) (2015), *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, Société de législation comparé

- Lee Hazen, T. (2012), Crowdfunding or Fraudfunding? Social Networks and the Securities Laws: Why the Specially Tailored Exemption Must Be Conditioned on Meaningful Disclosure, in *N.C. L. Rev.*, 90, 1735
- Lemma, V. (2011), La riforma degli intermediari finanziari non bancari nella prospettiva di Basilea III, in *Rivista elettronica di diritto, economia e management*, 184
- Lemma, V. (2016), *The Shadow Banking System*, Palgrave–Macmillian
- Lener, R. (1997), Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali, in *Banca borsa e tit. cred.*, 50, 3, 326
- Lener, R. (2001), Promotion and selling of financial products and services through the internet, in *Dir. comm. int.*, 15, 4, 829
- Lichtmann, E. (2015) DIY Crowdfunding: How it Can Solve the Six Big Crowdfunding Problems, Quilageo Inc., <https://europa.eu/capacity4dev/file/23002/download?token=bBYbB1r9>
- Lin, M., N.R. Prabhala e S. Viswanathan (2010), Judging Borrowers by the Company They Keep: Social Networks and Adverse Selection in Online Peer-to-Peer Lending, https://www8.gsb.columbia.edu/rfiles/finance/Finance%20Seminar/Spring%202010/p2p_prabhala.pdf
- Liskovich, I., S. Maya (2017), Borrowers in Search of Feedback: Evidence from Consumer Credit Markets, Working Paper, <https://ssrn.com/abstract=2964440> o <http://dx.doi.org/10.17016/FEDS.2017.049>
- Lodge, M. e A. Mennicken (2017), The importance of regulation of and by algorithm, <http://www.lse.ac.uk/accounting/CARR/pdf/DPs/DP85-Algorithmic-Regulation-Sep-2017-AM-ML.pdf>
- Lucarelli, P. (2005), *L'investitore nella rete. Rischio o opportunità*, Giappichelli, Torino
- Lucarini Ortolani, D. (2003), L'internet nell'intermediazione finanziaria, in *Dir. inform.*, 1, 21
- Lupiañez-Villanueva, F., et al., (2018), Behavioural study on the transparency of online platforms – Final Report, (European Commission, Bruxelles), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/transparency_of_platforms-study-final-report_en.pdf
- Lupoi, A. (2016), La Direttiva 17/2014, il mercato dei crediti immobiliari e la consulenza al credito, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 1, 234
- Macchiavello, E. (2012), La regolazione della microfinanza tra equità ed efficienza, in *Dir. banca. merc. fin.*, 2, 319
- Macchiavello, E. (2013), Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: Microfinanza e Peer-to-peer lending, in *Banca, impresa e soc.*, 2, 277
- Macchiavello, E. (2015a), Peer-to-peer lending and the "democratization" of credit markets: another financial innovation puzzling regulators, in *Columbia Journal of European Law*, 21(3), 521
- Macchiavello, E. (2015b), Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2, 221

- Macchiavello, E. (2016), La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa, in *Banca impresa soc.*, 2, 283
- Macchiavello, E. (2017a), Financial-return crowdfunding and regulatory approaches in the shadow banking, FinTech and collaborative finance era, in *European Company and Financial Law Review*, 14, 4, 662.
- Macchiavello, E., (2017b), *Microfinance and Financial Inclusion. The Challenge of Regulating Alternative Finance*, Routledge, London
- Macchiavello, E. (2018a), La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia, in *Banca borsa e tit. credito*, 1, I, 63
- Macchiavello, E. (2018b), La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?", in *Riv. dir. banc.*, 16
- Macchiavello, E. (2019), FinTech e regolazione: attuali zone grigie del diritto dell'economia e la necessità di un ripensamento generale di sistema, paper presentato al IV convegno annuale ADDE, 29-30 novembre 2018, in corso di pubblicazione in Antonucci, De Poli, Urbani (a cura di), *I luoghi dell'economia. Le dimensioni delle sovranità*, Giappichelli
- MacLeod Heminway, J. e S.R. Hoffman (2011), Proceed at Your Peril: Crowdfunding and the Securities Act of 1933, in *Tenn. L. Rev.*, 78, 879
- Maggiolo, M. (2012), *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Giuffré
- Manbeck, P., M. Franson e L. Henry (2018), *The Regulation of Marketplace Lending: A Summary of the Principal Issues*, (April 2018 Update), https://www.chapman.com/media/publication/744_Chapman_Regulation_of_Marketplace_Lending_2018.pdf
- Mancini, M. (2008), Il sistema dei pagamenti e la banca centrale, in E. Galanti (a cura di), *Diritto delle banche e degli intermediari finanziari*, Cedam
- Mancini, M., M. Rispoli Farina, V. Santoro, A. Sciarrone Alibrandi, O. Troiano (a cura di) (2011), *La nuova disciplina dei servizi di pagamento*, Giappichelli, Torino, 2011
- Mancini, N. (2013), Il nuovo assetto normativo dei servizi di pagamento, in *Banca impresa e soc.*, 1, 139
- Mantelero, A. (2017), Il Consiglio d'Europa adotta le prime linee guida internazionali su big data e tutela dei dati personali, <https://www.dimt.it/index.php/en/policy/104-news/15857-il-consiglio-d-europa-adotta-le-prime-linee-guide-internazionali-su-big-data-e-tutela-dei-dati-personali>
- Mantelero, A. (2016), Personal data for decisional purposes in the age of analytics: from an individual to a collective dimension of data protection, in *Computer Law and Security Review*, 32(2), 238
- Mantelero, A. (2017), Responsabilità e rischio nel reg. UE 2016/679, in *NLCC*, 1, 144
- Massolution (2013), *The Crowdfunding Industry Report*, 2013CF, www.crowdsourcing.org/editorial/2013cf-the-crowdfunding-industry-report/ 25107
- Mastropaolo, E.M. (2009), voce "Strumenti finanziari", in *Digesto – disc. comm.*, UTET, Torino

- Mattassoglio, F. (2017), Big data: impatto sui servizi finanziari e sulla tutela dei dati personali, in M.T. Paracampo (a cura di), *Fintech: introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Giappichelli, 65 ss.
- Mattassoglio, F. (2018a), *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un Social Credit System?*, Educatt
- Mattassoglio, F. (2018b), *Algoritmi e regolazione. Circa i limiti del principio di neutralità tecnologica*, in corso di pubblicazione, in corso di pubblicazione in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2
- Mattassoglio, F. (2016), *La profilazione dell'investitore nell'era dei big data. I rischi dell'estremizzazione della regola del know your "customer"*, in *Riv. Trim. dir. dell'econ.*, 4, 223
- Mayer, P. e R. Michels, *Changes for Crowdfunding resulting from the German Small Investor Protection Act (Kleinanlegerschutzgesetz)*, (settembre 2015), <http://www.dentons.com/en/insights/articles/2015/september/8/changes-for-crowdfunding-resulting-from-the-germansmall-investor-protection-actabstract=2595773>
- Mayer-Schonberger, V. e K. Cukier (2013), *Big data. A revolution That Will Transform How We Live, Work, and Think*, Houghton Mifflin Harcourt
- Mayer-Schonberger, V. e Y. Padova (2016), *Regime Change Enabling Big Data through Europe's Data Protection Regulation*, in *Colum. Sci & Tech. L. Rev.*, XVII, 315
- Merril, D. (2014), *Big Data lends new Zest to banks' credit judgments*, in *Financial Times* (23 June 2014)
- Merusi, F. (2010), *Fra omissioni ed eccessi: la recezione della direttiva comunitaria sui servizi di pagamento*, in *Riv. it. dir. pubb. comunit.* 5, 1171
- Mills, K. e B. McCarthy (2014), *The State of Small Business Lending: Credit Access During the Recovery and How Technology May Change the Game*, Working paper 15-004, Cambridge, Mass. Harvard Business School, July, www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/15-004_09b1bf8b-eb2a-4e63-9c4e-0374f770856f.pdf
- Mills, K. e McCarthy, B. (2016). *The State of Small Business Lending: Innovation and Technology and the Implications for Regulation*. Harvard Business Review, Working Paper 17-042 http://www.hbs.edu/faculty/Publication%20Files/17-042_30393d52-3c61-41cb-a78a-ebbe3e040e55.pdf
- Milne, A. e P. Parboteeah (2016), *The business models and economics of peer-to-peer lending*, ECRI
- Morgan Stanley Research (2015). *Global Marketplace Lending: Disruptive Innovation in Financials*, Morgan Stanley, Global Research, May,
- Miranda, D. (2016), *Spain*, in *CrowdfundingHub, Crowdfunding Crossing Borders An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowdfunding Investments*, <https://drive.google.com/file/d/0B7uykMX1rDrWU3BRZTBMNzFwLVE/view>
- Modica, L. (2012), *Profili giuridici del sovraindebitamento*, Editoriale Scientifica
- Monreale et al. (2014), *EPJ Data Science 2014*, <http://www.epjdatascience.com/content/2014/1/10>
- Montinaro, R. (2015), *Il sovraindebitamento del consumatore: diligenza nell'accesso a credito ed obblighi del finanziatore*, in *Banca, borsa e tit. di cred.*, 6, 781

- Moloney, N. (2010), *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge University Press
- Morse, A. (2015), *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, NBER Working Paper 20899, <http://www.nber.org/papers/w20899>
- Mosca, C. (2016), *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.*, 4, 648
- Mucciarone, G. (2015), *Centrale dei rischi ed esclusione degli enti collettivi dalle tutele del codice della privacy*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 3, 381
- Muller, A.C. (2015), *Le financement participatif sous forme de prêt au regard du monopole et démarchage bancaires*, in *Le Fur* (2015)
- Munzele Maimbo, S. e C.A. Henriquez Gallegos (2014), *Interest Rate Caps around the World. Still Popular, but a Blunt Instrument'*, World Bank Policy Research Working Paper n. 7070, http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/WDSP/IB/2014/10/17/000158349_20141017143420/Rendered/PDF/WPS7070.pdf
- Murphy, K.P. (2012), *Machine Learning A Probabilistic Perspective*, MIT Press
- National Consumer Law Center (2014), *Big Data, a Big Disappointment for Scoring Consumer Creditworthiness*, (March), <https://www.nclc.org/images/pdf/pr-reports/report-big-data.pdf>
- Negro, E.M. (2001), *L'offerta fuori sede di "prodotti diversi" dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.* 5, 633
- Nocera, J. (1998), *Banking Is Necessary - Banks Are Not". Why has banking become less and less important to America? Let us count the ways*, http://archive.fortune.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/05/11/242040/index.htm?iid=sr-link1
- Ntuk, E. (2003), voce "Commercio elettronico di prodotti finanziari", in *Digesto – disc. comm.*, UTET, Torino
- O'Connor, D. e M. Schruers (2016), *Against Platform Regulation*, <http://blogs.oii.ox.ac.uk/ipp-conference/sites/ipp/files/documents/OConnor-Schruers%2520-%2520Against%2520Platform%2520Regulation.pdf>
- OCSE, *Hearing on disruptive innovation in the Financial Sector*, (1° ottobre 2015), DAF/COMP/WP2(2015)9
- Olive, C. (2016), *France*, in *CrowdfundingHub, Crowdfunding Crossing Borders An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowdfunding Investments*, <https://drive.google.com/file/d/0B7uykMX1rDrWU3BRZTBMNzFwLVE/view>
- Onado, M. (2000), *Mercati e intermediari finanziari*, Mulino
- Onza, M. e L. Salamone (2009), *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, , I, 567
- Ortino, M. (2005), *Il mercato comunitario dei servizi di investimento. Il "trading online"*, Giuffrè, Milano
- Osservatorio CrowdFunding - Politecnico di Milano (2016), *1° Report italiano sul CrowdInvesting*, <http://www.osservatoriomibond.it/webportal/docdownload?codice=379>

- Osservatorio Crowdfunding - Politecnico di Milano (2017), 2° Report Italiano sul Crowdfunding, (luglio 2017), <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/portal/minibond/documenti>
- Osservatorio Crowdfunding - Politecnico di Milano (2018), 3° Report italiano sul Crowdfunding, <http://www.osservatoriominibond.it/webportal/docdownload?codice=465P2P>
- Lending Italia (2017), Statistiche 4Q2017, <https://www.p2plendingitalia.com/prestatore/197-balzo-dimensionale-per-il-p2p-lending-italiano-nel-quarto-trimestre-2017>
- P2P Lending Italia (2018), Statistiche 1Q2018, <https://www.p2plendingitalia.com/prestatore/202-continua-la-crescita-sostenuta-del-p2p-lending-italiano-nel-primo-trimestre-2018>
- Pacces, A. (2000), Financial Intermediation in the Securities Markets: Law and Economics of Conduct of Business Regulation, in *International Review of Law and Economics*, 20, 279
- Pace, D.I. (2016), Le negoziazioni organizzate di strumenti finanziari, in *il Nuovo Diritto delle Società*, 1, 37
- Packin, N.G. e Y. Lev-Aretz (2016), On social credit and the right to be unnetworked, in *Columbia Business Law Review*, 2, 339
- Pagliantini, S. (2014), Statuto dell'informazione e prestito responsabile nella direttiva 17/2014/UE (sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali), in *Contr. e impr. Europa*, 523
- Pagnoni, E. (1998), Commento sub art. 30, in G. Alpa e F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Giappichelli
- Palmerini, E., G. Aiello, V. Cappelli, G. Morgante, N. Amore, G. Di Vetta, G. Fiorinelli, M. Galli (2018), Il FinTech e l'economia dei dati. Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici. Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori, *Quaderno FinTech Consob n. 2*, http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_2.pdf/393fda04-de3b-4a56-b041-e87a2c9fcd54
- Paracampo, M.T. (2017), La consulenza finanziaria automatizzata, in id. (a cura di), *Fintech*, cit., 143 ss.
- Paracampo, M.T. (2019), FinTech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance, in corso di pubblicazione in F. Fimmanò e G. Falcone (a cura di), *FinTech*, ESI.
- Paredes, T. (2003), Blinded by the Light: Information Overload and Its Consequences for Securities Regulation, in 81 *Wash. U. L. Q.* 417
- Parlamento Europeo (2017), Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector, disponibile a <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//NONSGML+REPORT+A8-2017-0176+0+DOC+PDF+VO//EN>
- Parlamento Europeo (2018), Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business, disponibile a http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_EN.pdf
- Parlamento Europeo (2018b), Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on promoting fairness and transparency for business users of online intermediation services, http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0444_EN.pdf

- Parrella, F. (2000), La disciplina speciale dell'offerta a distanza di "prodotti finanziari" e di "servizi di investimento", in *Dir. banca e merc. fin.*, I, 38
- Parrella, F. (2012), Commento sub art. 30, in M. Fratini e G. Gasparri (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza. Commentario, artt. 1-90 - tomo I*
- Pasquale, F. (2015), *The Black Box Society: The Secret Algorithms That Control Money and Information*, Harvard University Press
- Patuano, M. (2015), Un nuovo modello di business per le telecomunicazioni, in *Il Sole 24 ore*, 2 dicembre 2015 (disponibile a <http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2015-12-02/un-nuovo-modello-business-le-telecomunicazioni-133712.shtml?uuid=ACZeZdIB>)
- Pellecchia, E. (2016), La Direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2, 206
- Pellegrini, M. (2010), La svolta disciplinare degli intermediari finanziari non bancari. Da un riscontro di regolarità alla "supervisione", in *AA.VV., Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Cedam
- Perrone, A. (2006), Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 372
- Pesneau, A., (2016), Future of French banking monopoly after the enactment of « Loi Macron »: where do we stand and what will come next?, in *Revue trimestrielle de droit financier*, (Septembre), 3
- Petersen, M.A. (2004), *Information: Hard and Soft*, Northwestern University Working paper, <http://www.kellogg.northwestern.edu/faculty/petersen/htm/papers/softhard.pdf>
- Philippon, T. (2016). The fintech opportunity (No. w22476). National Bureau of Economic Research. <https://www.nber.org/papers/w22476>
- Piattelli, U. (2013), a cura di, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Giappichelli
- Piepoli, G. (2013), Sovraindebitamento e credito responsabile, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 38.
- Pierrakis, Y. e L. Collins (2013), *Crowdfunding: A new innovative model of providing funding to projects and businesses*, <https://ssrn.com/abstract=2395226> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2395226>
- Piscicelli, C. et al. (2016), Direct Lending by Funds: Transformation of the Legal Regimes in Europe, in *The Banking Law Journal* (September), 472
- Pizzetti, G. (2017), Il "posto" di questo volume tra Big Data e diritto europeo alla protezione dei dati personali, in G. D'Acquisto e M. Naldi, *Big Data e Privacy*, cit.
- Portolano, A. (2018), Commento sub art. 114-decies t.u.b., in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam
- Porzio, M. (2003), Sub art. 11, in F. Belli et al., *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385*, Bologna, 2003
- Porzio, M. (2011), Sub art. 114-novies, commi 1 e 2, t.u.b., in Mancini et al. (2011)
- Pottow, J.A.E. (2007), Private Liability for Reckless Consumer Lending, in *University of Illinois Law Review* 405

- Purpura, L. (2013), L'evoluzione fiduciaria dei doveri di comportamento degli intermediari nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio, in *Banca borsa e tit. cred.*, I, 222
- Putnam, R.D. (2000), *Bowling alone: America's declining social capital*. In *Culture and politics*, Palgrave Macmillan, New York
- Rabitti Bedogni, C. (1997), Le offerte fuori sede e a distanza di strumenti e servizi finanziari dopo il d.lgs 23 luglio 1996, n. 415, in F. Capriglione (a cura di), *La disciplina degli intermediari e dei mercati finanziari*, Cedam
- Rabitti, M. e A. Sciarrone Alibrandi (2019), Dalla PSD alla PSD2: open banking e servizi di pagamento, in A. Baglioni (a cura di), *Le attuali sfide del sistema bancario. Congiuntura e tecnologia*, in *Osservatorio Monetario*, 1, 47-62
- Ravina, E. (2012). *Love & loans: The effect of beauty and personal characteristics in credit markets*. WP, <https://ssrn.com/abstract=1107307> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1107307>
- Renzulli, V. (2011), L'offerta fuori sede, collocamento e offerta a distanza, in Lener, a cura di, *Diritto del mercato finanziario*, UTET
- Righini, E. (2012), Commento all'art. 1 t.u.f., in F. Vella (a cura di), *Commentario al Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*, Giappichelli
- Rispoli Farina, M. et al. (a cura di) (2009), *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, Giuffrè
- Robinson, D. e H. Yu (2014), *Knowing the Score. New Data, Underwriting, and Marketing in the Consumer Credit Marketplace. A guide for Financial Inclusion Stakeholders*, (October), https://www.upturn.org/static/files/Knowing_the_Score_Oct_2014_v1_1.pdf
- Rossano, D. (2018), Commento sub art. 15 t.u.b., in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam
- Rossi, C. (1988), *Indicatori di bilancio, modelli di classificazione e di previsione delle insolvenze aziendali*, Giuffrè
- Roussin, S. (2010), *Les Prêts d'Argent entre Particuliers via des Plateformes Internet: Un Service Financier d'Avenir?*, in *Rapport final du projet présenté au Bureau de la Consommation d'Industrie Canada*, [http://uniondesconsommateurs.ca/docu/rapports2009-2010/05-R32-P2P-Lending-f\(rev\).pdf](http://uniondesconsommateurs.ca/docu/rapports2009-2010/05-R32-P2P-Lending-f(rev).pdf)
- S&P Global Market Intelligence (2018), *2018 US Digital Lending Market Report*, <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/documents/2018-US-Fintech-Market-Report.pdf>
- Salerno, F. (2003), Offerta a distanza di prodotti finanziari, in *Giur. it.*, 8-9, 1733
- Sammarco, P. (1999), Promozione e negoziazione dei prodotti finanziari tramite internet, in *Dir. inform.*, 6, 1067
- Santomero, A.M. (1984), Modeling the Banking Firm: A Survey, in *J. Money, Credit, Banking* 3, 1, 576
- Santoro, V. (2009), Gli Istituti di pagamento, in M. Rispoli Farina et al. (2009)
- Santoro, V. (2014), La vigilanza sui nuovi intermediari, in A. Brozzetti, C. Corvese e V. Santoro. *Scritti per Franco Belli*, Pacini

- Santoro, V. (2016), I servizi di pagamento, in E. Capobianco (a cura di), I contratti bancari, UTET
- Santoro, V. e A. Sciarrone Alibrandi (2010), La nuova disciplina dei servizi di pagamento dopo il recepimento della direttiva 2007/64/CE (d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 11), in Banca borsa tit. cred., I, 377
- Sartori, F. (2004), Le regole di condotta degli intermediari finanziari, Giuffr 
- Sartori, F. (2010), Il credito al consumo, in A. Urbani (a cura di), L'attività delle banche, Cedam
- Schaeken Willemaers, G. (2011), The EU Issuer-Disclosure Regime. Objectives and Proposals for Reform, Wolters Kluwer
- Schmitz, A.J. (2014), Secret consumer scores and segmentations: separating "haves" from "have nots", in Mich. St. L. Rev., 1411
- Schneider, B., S. Iff, M. Sch gel, M. Knaak e K. Mrkwicka (2015), Is trust powered by a heartbeat or a beep? A study about trust & digitalization, University of St. Gallen and EY Report, <https://www.ey.com/ch/en/industries/financial-services/ey-fs-heartbeat>
- Schneier, B. (2015), Data and Goliath: The Hidden Battles to Collect Your Data and Control Your World, W W Norton & Co Inc.
- Schwienbacher, A., Crowdfunding and the «Alternativfinanzierungsgesetz» in Austria, in CESifo DICE Report 2016, 14, 2, 33, http://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocBase_Content/ZS/ZS-CESifo_DICE_Report/zs-dice-2016/zs-dice-2016-2/dice-report-2016-2-schwienbacher-june.pdf
- Sciarrone Alibrandi, A. (2005), La rilevazione centralizzata dei rischi creditizi: ricostruzione evolutiva del fenomeno e crescita degli interessi, in id. (a cura di), Centrali dei rischi. Profili civilistici, Giuffr , 5 ss.
- Sciarrone Alibrandi, A. (2016), Dalla tutela informativa alla product governance: nuove strategie regolatorie dei rapporti tra clientela e intermediari finanziari, in Riv. della regol., 1
- Sciarrone Alibrandi, A. e F. Mattassoglio (2017), Le centrali dei rischi problemi e prospettive, in Diritto della banca e del mercato finanziario, 3, 53
- Scipione, L. (2013), Commento sub art. 111, in Costa (a cura di), Commento al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia, Giappichelli
- Seaver, N. (2014), Knowing Algorithms, in Media in Transaction 8, Cambridge, MA, agosto, <https://static1.squarespace.com/static/55eb004ee4b0518639d59d9b/t/55ece1bfe4b030b2e8302e1e/1441587647177/seaverMIT8.pdf>
- Simionato, A. (2009), Prime note in tema di valutazione del merito creditizio del consumatore nella direttiva 2008/48/CE, in D. De Cristoforo (a cura di), La nuova disciplina europea del credito al consumo. La direttiva 2008/48/CE e il diritto italiano, Giappichelli, 184 ss.
- Slattery, P. (2009), Square Pegs in a Round Hole: SEC Regulation of Online Peer-to-Peer Lending and the CFPB Alternative, in Yale J. On Reg., 30, 233
- Smith, C. (2009), If it's Not Broken, Don't Fix it: The SEC's Regulation of Peer-to-Peer Lending, in Am. U. Wash. C.I. Bus. L. Brief, http://www.wcl.american.edu/blr/documents/AU_BLBFall09_Smith.pdf

- Song, P., Chen Y., Zhou Z., Wu H., (2018), Performance Analysis of Peer-to-Peer Online Lending Platforms in China. *Sustainability*, 10, 2987.
- Spina, A. (2016), Alla ricerca di un modello di regolazione per l'economia dei dati. Commento al Regolamento (UE) 2016/679, in *Rivista della regolazione dei mercati*, 1, 143
- Srnicek, N. (2017), *Platform Capitalism*, Cambridge
- Starteed (2017), Il crowdfunding in Italia: tutti i numeri e le piattaforme, Report, [https://blog.starteed.com/article.html?idA=2603272528428-348#il-crowdfunding-in-italia:-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-\(aggiornato-a-gennaio-2017\)](https://blog.starteed.com/article.html?idA=2603272528428-348#il-crowdfunding-in-italia:-tutti-i-numeri-e-le-piattaforme-(aggiornato-a-gennaio-2017))
- Starteed (2018), Il crowdfunding in Italia – Il report 2017, Report, <https://blog.starteed.com/article.html?idA=2583739769176-190#crowdfunding-report-2017>
- Stein, J.C. (2002), Information Production and Capital Allocation: Decentralized vs. Hierarchical Firms, in *Journal of Finance*, 57, 1891
- Stern, C., Mäkinen M., Qian Z., (2007), FinTechs in China – with a special focus on peer to peer lending, in *Journal of Chinese Economic and Foreign Trade Studies*, (BOFIT Policy Brief, 8)
- Tirole, J. e J.-C. Rochet (2003), Platform Competition in Two-sided Markets, in *Journal of the European Economic Association*, 1, 4, 990 - 1029
- Tomboc, G.F. (2013), The lemons problem in crowdfunding, in *J. Marshall J. Info. Tech. & Privacy L.* 30, 253
- Troiano, V. (2012), Sub art. 11, in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam
- Tutt, A. (2017), An FDA for Algorithms, https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2747994
- Unità di Informazione Finanziaria per l'Italia – Banca d'Italia (2016), Prevenzione del finanziamento del terrorismo internazionale, (Comunicazione, 18 aprile 2016), https://uif.bancaditalia.it/normativa/norm-indicatori-anomalia/COMUNICAZIONE_UIF_180416.pdf
- Urbani, A. (2018), Commento sub art. 114-undecies t.u.b., in F. Capriglione (a cura di), *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Cedam
- Vallee, B. e Y. Zeng (2018), Marketplace Lending: A New Banking Paradigm?, Harvard Business School Working paper, available at <https://ssrn.com/abstract=3102984> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3102984>
- Vaughan, R. e R. Daverio (2016), Assessing the size and presence of the collaborative economy in Europe, PwC UK, impulse paper for the European Commission, <https://publications.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/2acb7619-b544-11e7-837e-01aa75ed71a1>
- Wardrop, R. e T. Ziegler (2016), A Case of Regulatory Evolution – A Review of the UK Financial Conduct Authority's Approach to Crowdfunding, CESifo DICE Report 2/2016, https://www.cesifo-group.de/portal/page/portal/DocBase_Content/ZS/ZS-CESifo_DICE_Report/zs-dice-2016/zs-dice-2016-2/dice-report-2016-2-wardrop-ziegler-june.pdf
- Wei, Z. e M. Lin (2016), Market mechanisms in online peer-to-peer lending, in *Management Science*, 63, 12, 1-22

- Weinland D., China P2P lender braced for regulatory crackdown, Financial Times 9 gennaio 2017; <http://www.scmp.com/business/companies/article/2082423/just-few-big-chinese-p2p-lender-seen-surviving-sector-tarnished>
- Wendehorst, C. (2016), Platform Intermediary Services and Duties under the E-Commerce Directive and the Consumer Rights Directive, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 5, 1, 30–33
- Wiewiórowska-Domagalska, A. (2017), Online Platforms: How to Adapt Regulatory Framework to the Digital Age?, disponibile al link [http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/607323/IPOL_BRI\(2017\)607323_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2017/607323/IPOL_BRI(2017)607323_EN.pdf)
- Wymeers, E. (2017), Shadow Banking and the Functioning of Financial Markets, in D. Busch e G. Ferrarini (a cura di), *Regulation of EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford University Press, 2017
- Yan, J., W. Yu e L. Zhao (2015), How signaling and search costs affect information asymmetry in P2P lending: the economics of big data, in *Finance innovation*, 1
- Yeung, K. (2017), Making sense of the European data protection law tradition, in Andrews et al. (2017), *Algorithmic Regulation*, LSE Discussion Paper n. 85, (September), <http://www.lse.ac.uk/accounting/assets/CARR/documents/D-P/Disspaper85.pdf>
- Yunker J. (2017), Peer to Peer Lending: An emerging data gap in Shadow banking, Data and Statistics Office, Bank of Canada, (May), https://www.bis.org/ifc/events/ifc_nbb_workshop/ifc_nbb_workshop_2b2_pres.pdf
- W29 (2017a), Guidelines clarifying the new profiling and automated decision-making provision, (18 ottobre), https://ec.europa.eu/newsroom/document.cfm?doc_id=47742
- W29 (2017b), Guidelines on Consent under Regulation 2016/679, (28 novembre), ec.europa.eu/newsroom/article29/item-detail.cfm?item_id=623051
- Wack, K. (2013), Evaluating the Viability of Alternative Credit Decisioning Tools: A \$ 3.6 Billion Opportunity for the Auto-and Credit Card-lending Markets, *American Banker* (Jun. 20)
- Wagner, B. (2016), Algorithmic regulation and the global default: Shifting norms in Internet technology, https://www.ntnu.no/ojs/index.php/etikk_i_praksis/.../1969
- Zeno-Zencovich, V. (2009), Diritto di informazione e all'informazione, in *Enc. Ital. Traccani*, XXI, 302
- Zeno-Zencovich, V. e G. Giannone Codiglione (2016), Ten legal perspectives on the “Big data Revolution”, in F. Di Porto (a cura di), *Big Data e concorrenza*, in *Concorrenza e mercato*, 57Zetsche, D.A. R. P. Buckley, D. W. Arner, János Barberis (2017), *Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation*, disponibile a https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018534
- Zetsche, D.A. e C. Preiner (2018), *Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe*, European Banking Institute Working Paper Series 2017 - No. 8, <https://ssrn.com/abstract=2991610>
- Zhang, B., Baeck, P., Ziegler, T., Bone, J., & Garvey, K. (2016). *Pushing boundaries: The 2015 UK alternative finance industry report*. Cambridge Centre for Alternative Finance, https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2015-uk-alternative-finance-industry-report.pdf

- Ziegler, T., E.J. Reedy, A. Le, B. Zhang, R.S. Kroszner e K. Garvey (2017). Hitting Stride: The 2nd Americas Alternative Finance Industry Report, https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2017-06-americas-alternative-finance-industry-report.pdf
- Ziegler, T., R. Shneor, K. Garvey, K. Wenzlaff, N. Yerolemou, R. Hao e B. Zhang (2018), Expanding Horizons - The 3rd European Alternative Finance Industry Report, https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf
- Ziegler, T., R. Shneor, K. Wenzlaff, A. Odorović, D. Johanson, R. Hao, e L. Ryll (2019), Shifting Paradigms - The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report, (2019), https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-04-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf
- Zunzunegui, F., (2015), Régimen jurídico de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding), in Revista de Derecho del Mercado Financiero, Working Paper 3/2015, <http://ssrn.com/abstract=2628249>

Quaderni FinTech

- 1** – marzo 2018 **Lo sviluppo del FinTech**
Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale
C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza

- 2** – dicembre 2018 **Il FinTech e l'economia dei dati**
Considerazioni su alcuni profili civilistici e penalistici
Le soluzioni del diritto vigente ai rischi per la clientela e gli operatori
E. Palmerini, G. Aiello, V. Cappelli, G. Morgante, N. Amore, G. Di Vetta, G. Fiorinelli, M. Galli

- 3** – gennaio 2019 **La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari**
Gruppo di lavoro CONSOB, Scuola Superiore Sant'Anna di Pisa, Università Bocconi, Università di Pavia, Università di Roma 'Tor Vergata', Università di Verona

- 4** – marzo 2019 **Financial Data Aggregation e Account Information Services**
Questioni regolamentari e profili di business
A. Burchi, S. Mezzacapo, P. Musile Tanzi, V. Troiano

- 5** – luglio 2019 **Marketplace lending**
Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?
A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi