



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M.FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

"LA NORMATIVA SUL FINTECH IN ITALIA"

RELATORE:

CH.MO PROF. ZEN FRANCESCO

LAUREANDO/A: ILARIA PADOVAN

MATRICOLA N. 1136044

ANNO ACCADEMICO 2018 – 2019

SOMMARIO

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1: FINTECH	6
1.1 Effetti della digital disruption	6
1.2 La pluralità delle definizioni di FinTech e i tratti distintivi	7
1.3 La ridefinizione dell'industria finanziaria: imprese FinTech, TechFin e Tech	9
1.4 Panoramica generale del problema normativo	10
CAPITOLO 2: MAPPATURA ACTIVITY-BASED DELLE ATTIVITA' FINTECH E QUADRO GENERALE DELLE RELATIVE REGOLAMENTAZIONI	12
2.1 Attività di reperimento delle risorse finanziarie	12
2.1.1 Equity based financing	13
2.1.1.1 Crowdfunding	13
2.1.1.2 Club Deal	16
2.1.2 Debt financing	18
2.1.2.1 Lending crowdfunding	18
2.1.2.2 Invoice lending	20
2.1.2.3 & 2.1.2.4 Club deal e le raccolte fondi da investitori qualificati o istituzionali realizzate mediante titoli di debito	21
2.2 Attività e servizi di investimento	22
2.2.1 Trading	22
2.2.2 Gestione finanziaria	23
2.2.2.1 Gestione di cassa	23
2.2.2.2 Salvadanaio elettronico	23
2.2.3 Consulenza finanziaria	24
2.3 Servizi di pagamento - PSD2 Direttiva UE 2015/2366	26
2.3.1. Il trasferimento (nazionale o internazionale) di moneta	26
2.3.2. Le soluzioni di pagamento	27
2.4 Servizi assicurativi (InsurTech) - Vigilanza IVASS	29
CAPITOLO 3: ANALISI GIURIDICA DELLA NORMATIVA VIGENTE DEI LENDING MARKETPLACE	30
3.1 Confronto con le tradizionali riserve di attività del settore finanziario	30
3.1.1 Raccolta del risparmio	30
3.1.2 L'erogazione del credito e la mediazione creditizia	33
3.1.2.1 L'erogazione del credito	33
3.1.2.2 La mediazione creditizia	35
3.1.3 La prestazione dei servizi di pagamento	36
3.1.3.1 Istituti di pagamento	36

3.1.3.2 Payment Initiation Service Providers (PISP) e Account Information Service Providers (AISP)	37
3.1.3.3 Agenti di pagamento	37
3.1.3.4 Istituti di moneta elettronica (IMEL)	38
3.1.4 La prestazione dei servizi di investimento e la Direttiva MiFID	39
3.1.5 Disciplina sulla gestione collettiva del risparmio	43
3.1.6 Disciplina dell'offerta al pubblico	44
3.1.7 Disciplina in materia di offerta a distanza di prodotti finanziari	46
3.2 Applicabilità di ulteriori discipline	48
3.2.1 Disciplina antiusura	48
3.2.2 Normativa antiriciclaggio	49
3.2.3 Trattamento dei dati	51
3.2.4 Tutela della clientela	53
CONCLUSIONE	54
BIBLIOGRAFIA	56

INTRODUZIONE

Attraverso il processo di ricerca e innovazione tecnologica, il mondo nel quale viviamo ha affrontato una serie di cambiamenti che, nel corso degli anni, lo hanno reso avanzato e dipendente da questo continuo sviluppo. Ogni singola azione dell'uomo, tanto nella sua individualità quanto nella sua collettività, è connotata da un'impronta tecnologica che ormai gioca un ruolo fondamentale nelle società contemporanee, guidandone la direzione di crescita. Ed è proprio a causa del grado di pervasività di tale fenomeno che, senza che ce ne rendiamo conto, esso ha conseguenze sia in ambito economico che in ogni altra sfera dell'agire umano. Infatti, ci muoviamo oggi verso uno scenario economico e finanziario nuovo, ormai dominato dall'applicazione delle diverse innovazioni tecnologiche. Come avviene per ogni cambiamento, non sappiamo con esattezza dove porterà ed essendo ancora nel mezzo del suo sviluppo, non è possibile fare un passo indietro per metterlo a fuoco all'interno di un quadro più ampio.

E' importante comprendere come qualsiasi avvento o cambiamento all'interno del settore economico non abbia importanti conseguenze solo al suo interno, bensì anche a livello sociale, culturale e politico. Con l'esperienza maturata nel corso degli anni, attraverso l'analisi e la comprensione di fenomeni già avvenuti, si è giunti alla conclusione che non sia possibile lasciare procedere uno sviluppo totalmente incontrollato perché potrebbe condurre a cambiamenti profondi delle strutture esistenti. Da qui, nasce il bisogno di creare una regolamentazione, perlomeno minima, che possa delineare in qualche modo le traiettorie di sviluppo, ma soprattutto che eviti un totale stravolgimento delle attuali strutture, onde evitare di trovarsi di punto in bianco attornati da fenomeni che non rientrano in alcuna fattispecie giuridica esistente e pertanto non regolamentati e vigilabili.

Il fenomeno ancora in via di sviluppo che andremo a trattare prende il nome di FinTech. Con FinTech si indica l'insieme delle innovazioni tecnologiche che hanno modificato il settore finanziario, o meglio, l'applicazione della tecnologia alla finanza. Dato l'attuale progresso del fenomeno, non esiste ancora una regolamentazione organica e unitaria del FinTech. Per poter comprendere quale sia la regolamentazione attualmente applicabile, seguiremo il percorso di analisi proposto dalla collana di quaderni emanata dalla CONSOB.

In un primo capitolo introduttivo, verranno presentate le origini di questo fenomeno, in particolare si vedrà come possa essere considerato una conseguenza della *digital disruption*. Si procederà, poi, con il tentativo di dare una definizione del fenomeno stesso, indicando quali siano le sue caratteristiche principali; per fare ciò è stato necessario raccogliere una serie di accezioni distinte ed estrapolarne i tratti comuni. Essendo un fenomeno a carattere trasversale, con conseguenze in diversi campi, è importante non darne una definizione riduttiva, ma anzi cercare di definirlo nel modo più ampio possibile; questo affinché il termine possa contenere tutto quello che il fenomeno effettivamente contiene. Si analizzerà poi quali siano state le conseguenze in termini strutturali sull'industria finanziaria, quindi verrà presentata la nuova distinzione tra imprese FinTech, TechFin e Tech. Di fatto il *focus* sarà esclusivamente sulle prime due categorie, ovvero sulle più rilevanti per quanto riguarda la normativa a livello finanziario. Questo primo capitolo si concluderà con una panoramica generale dei diversi problemi normativi da affrontare: dall'arbitraggio regolamentare all'applicazione del necessario approccio *entity-based*.

Nel secondo capitolo, si andranno ad analizzare i settori finanziari influenzati dal FinTech e le relative regolamentazioni. Qui, come primo settore, troviamo l'insieme delle attività di reperimento di risorse finanziarie, sia a titolo di capitale che a titolo di debito, le quali sono principalmente regolate dal Titolo V del Testo Unico Bancario e dai regolamenti della CONSOB. All'interno dell'*equity based financing* troviamo la corposa categoria dell'*equity crowdfunding* e il *club deal*, mentre il *debt financing* contiene il *lending crowdfunding* (o *social lending*) e il *peer-to-peer lending* (*P2P lending*), i finanziamenti a breve termine tramite sconto fatture (*invoice lending*) o credito commerciale, i *club deal* e, infine, le raccolte fondi realizzate tramite titoli di debito da parte di investitori istituzionali e/o qualificati. Come secondo settore troviamo l'insieme delle attività e dei servizi di investimento, più in specifico i servizi di *trading*, di gestione finanziaria e di consulenza finanziaria. In seguito, si procederà con una breve presentazione dei servizi e dei sistemi di pagamento, quindi i trasferimenti di moneta e le soluzioni di pagamento, i quali risultano interessati dalla recente Direttiva Ue 2015/2366 PSD2. Infine, come ultimo si presenteranno brevemente i servizi assicurativi, quindi l'ambito che prende il nome di InsurTech e la relativa vigilanza dell'IVASS.

Con il terzo ed ultimo capitolo si cercherà di compiere un'analisi giuridica di una particolare categoria, ovvero del *lending marketplace*, seguendo la struttura del quinto quaderno sul FinTech della CONSOB. In particolare, verrà operato un confronto con le tradizionali riserve di attività e la congruità delle relative discipline, riguardanti, per esempio, l'attività di gestione del risparmio o di offerta al pubblico. L'obiettivo è quello di comprendere quali siano effettivamente le discipline più adeguate e applicabili al *lending marketplace*. Verrà anche introdotto il confronto con ulteriori discipline interessate e relative applicazioni, ovvero la disciplina antiusura e la normativa antiriciclaggio, insieme alle normative riguardanti il trattamento dei dati, sia personali che non.

CAPITOLO 1: FINTECH

1.1 Effetti della digital disruption

Il grande sviluppo tecnologico a cui stiamo assistendo negli ultimi anni è ritenuto da molti un fattore *disruptive*, in quanto elemento di discontinuità, da cui ha origine la cosiddetta “quarta rivoluzione industriale”. Questa continua crescita tecnologica presenta un carattere esponenziale, dovuto alla rapidità e alla multidimensionalità dei cambiamenti, alla velocità nella circolazione e nello scambio delle informazioni; tutti elementi che vanno anche a rafforzare il fenomeno della globalizzazione già in atto.

Grazie all’uso, sempre più radicato, della Tecnologia dell’Informazione e della Comunicazione (ICT), la digitalizzazione dell’economia è ormai realtà. Al giorno d’oggi si parla infatti di *digital economy*: grazie all’effetto congiunto della rivoluzione digitale e dello sviluppo di nuovi comportamenti sociali, stiamo assistendo allo sviluppo di nuovi modelli imprenditoriali basati sul marketing digitale.

In particolar modo, stanno avendo luogo diversi cambiamenti a livello strutturale che interessano le dinamiche di interazione tra le strategie degli *incumbent* e le strategie dei nuovi operatori FinTech, il modo di approcciarsi delle *Big-Tech* e, infine, i comportamenti sociali delle imprese e dei singoli individui. In questo caso gli *incumbent* sono individuati dalla CONSOB negli “intermediari finanziari assoggettati a regole di vigilanza (IFv)”¹.

Il tutto è stato reso possibile dallo sfruttamento della cosiddetta (*Data*) *Platform Economy*: grazie alle solide infrastrutture (come Internet) e alle migliorate capacità di conservazione e utilizzo delle informazioni (come il *cloud-computing*), si è resa possibile la creazione di piattaforme online, raggiungendo così una connessione più diretta tra consumatori e mercati e l’apertura ad un pubblico più vasto di soggetti.

¹ CONSOB, 2018a, p.9.

1.2 La pluralità delle definizioni di FinTech e i tratti distintivi

Il FinTech è un fenomeno nato recentemente; i suoi contorni sono ancora sfumati e la sua traiettoria di sviluppo non può essere ancora chiaramente individuata. E' proprio per questo che non esiste una definizione univoca che sia largamente condivisa da un gruppo di soggetti. Di seguito si cercherà di fornire una serie di accezioni che possano essere utili a identificare le caratteristiche intrinseche del FinTech .

La denominazione stessa del fenomeno che stiamo analizzando ci fornisce un'indicazione sulla sua natura; il termine FinTech trae origine dalla fusione dei vocaboli “finanza” e “tecnologia”. “*FinTech refers to the application of technology to finance*”² e pertanto, può essere inteso come l'insieme della “tecnologia applicata alla finanza”. Può essere interessante osservare come la Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB), nel dedicare un'intera collana di quaderni al FinTech, abbia denominato l'intero processo di analisi e di ricerca “FinTech: Digitalizzazione dei processi di intermediazione finanziaria”³.

La BCE afferma che “*FinTech is an umbrella term encompassing a wide variety of business models*”⁴, sostenendo, quindi, che il FinTech sia un termine generico comprendente una vasta serie di modelli di business. Il nuovo ecosistema finanziario, caratterizzato da un alto livello di tecnologia, ci permette di identificare il FinTech come fenomeno intersettoriale; questo perché l'assenza di costrizioni spazio-temporali ha permesso che influenzasse in maniera trasversale diversi servizi. Nel Piano d'azione sul FinTech emanato dalla Commissione Europea, si legge che “*FinTech sits at the crossroads of financial services and the digital single market*”⁵; infatti da un lato si raggiunge un maggior grado di efficienza nei servizi tradizionali attuali attraverso il miglioramento dei processi produttivi interni (nei servizi di pagamento, ad esempio), ma dall'altro è resa possibile la creazione di nuovi servizi (l'*equity crowdfunding*, ad esempio) che spingono verso la creazione di un mercato finanziario unico e digitalizzato. Quanto appena riportato risulta in accordo con la definizione data dalla

² ARNER, D.W., et. al., 2016, p.4.

³ CONSOB, 2018a, p. VIII.

⁴ BCE, 2017, p.2.

⁵ Si fa riferimento alla comunicazione della Commissione Europea COM (2018) 109/2 dell'8 marzo 2018, “*FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector*”, 2018, p.2.

Financial Stability Board (FSB), dove viene ulteriormente evidenziato il carattere “orizzontale” del fenomeno: “*Fintech is defined as technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*”.⁶

Un tratto distintivo del FinTech è la modularità dei servizi offerti; possiamo dire che tale fenomeno sia un buon esempio di *open innovation*, in cui il continuo scambio di conoscenze avvia un processo di apprendimento in perenne divenire, dove la competizione e il contributo dei diversi attori creano nuove combinazioni di saperi. Da ciò deriva che la personalizzazione dei servizi offerti ai consumatori sarà sempre maggiore, perché sarà presente un numero sempre più elevato di operatori specializzati, dotati di una flessibilità in continua crescita. Infatti, questo nuovo modello permette di raggiungere nuove forme di intermediazione, maggiormente adattabili e flessibili, pronte a rispondere in maniera personalizzata alle diverse richieste degli investitori. In maniera più generale, il termine FinTech può addirittura essere considerato come un aggettivo, che identifica la tecnologia come mezzo di semplificazione per gli utenti dei servizi finanziari.

Questa struttura così aperta implica una grande facilità nella riproduzione digitale dei servizi e delle possibilità di intermediazione diretta; pertanto, lo sviluppo prosegue in un’ottica di decentralizzazione, in cui i cosiddetti *Big-Tech* (come Apple e Amazon) possono prestare servizi di natura finanziaria direttamente ai propri utenti. Le conseguenze appena citate sono la dimostrazione di come il mondo finanziario si stia orientando sempre di più verso la disintermediazione finanziaria. A questo punto, risulta quasi inevitabile interrogarsi sul valore attuale della teoria dell’intermediazione finanziaria.⁷

Facendo riferimento al primo lavoro di ricerca che la CONSOB ha effettuato in quest’ambito, si noti che il FinTech viene definito come “un insieme di società accomunate dallo sviluppo di attività basate su nuove tecnologie informatiche e digitali, che vengono applicate in ambito

⁶ FSB, 2017, p.7.

⁷ CONSOB, 2018a, p. XI.

finanziario”⁸; da quest’ultima affermazione è facile comprendere come che anche le società che non offrono strettamente servizi di intermediazione finanziaria possono essere riconosciute come parte integrante di questo grande fenomeno.

1.3 La ridefinizione dell’industria finanziaria: imprese FinTech, TechFin e Tech

Per comprendere cosa s’intende con “ridefinizione dell’industria finanziaria”, possiamo prendere come punto di riferimento l’affermazione di Zetzsche secondo cui “*FinTech in its broadest sense refers to the use of technology to deliver financial solutions*”⁹: le innovazioni tecnologiche possono interessare “attività direttamente o indirettamente connesse ai servizi finanziari (propriamente, ‘*technologically enabled financial innovation*’)", come sostiene la CONSOB.¹⁰

Dato che, “la tecnologia è un fattore produttivo trasversale”¹¹, è opportuno evidenziare l’importante distinzione tra le imprese FinTech (*financial technology companies*) che, unitamente alle imprese TechFin, forniscono servizi di natura strettamente finanziaria, e le imprese esclusivamente Tech (*technology companies*), deputate invece ad offrire servizi strumentali alle attività finanziarie (come per esempio il *RegTech*). Per le prime, la tecnologia risulta essere un mero fattore produttivo, mentre per le seconde essa coincide con il fine produttivo.

Per essere più specifici, è opportuno introdurre una terza categoria: le già citate imprese TechFin (*pre-existing technology and e-commerce companies*). Si tratta di quelle imprese molto avanzate e già esistenti nel settore tecnologico o distributivo, che hanno deciso, attraverso lo sviluppo di servizi finanziari digitalizzati, di ampliare la gamma di servizi offerti. Avendo già una propria clientela e una solida base finanziaria, quest’ultima categoria di imprese risulta essere il *competitor* più pericoloso per gli intermediari finanziari

⁸ CONSOB, 2018a, p. 9.

⁹ ZETZSCHE, D.A., et al., 2017, p. 6.

¹⁰ CONSOB, 2018a, p. IX.

¹¹ CONSOB, 2018a, p.10.

tradizionali e per le FinTech. Un esempio facilmente individuabile di impresa TechFin consiste in Amazon, con il relativo sviluppo di AmazonPay.

In sintesi, le imprese FinTech e TechFin sono i nuovi operatori non ancora regolamentati che si inseriscono nel sistema finanziario e lo ridefiniscono dal punto di vista strutturale.

1.4 Panoramica generale del problema normativo

Solitamente la soluzione normativa giunge sempre con un certo ritardo rispetto alla problematica da risolvere; trattandosi, in questo caso, di innovazione tecnologica, possiamo affermare con sicurezza che la rapidità di sviluppo di quest'ultima superi di gran lunga la tempestività dei regolatori nel produrre norme adatte.

Analizzando l'influenza della cosiddetta *digital disruption* sulla regolamentazione vigente, appare evidente quanto l'innovazione del FinTech renda inadatte le attuali fattispecie economico-giuridiche e l'applicazione delle discipline derivate. Ne consegue la necessità di adottare nuovi metodi di *enforcement* per fronteggiare i cambiamenti in atto nel sistema finanziario. Per la natura stessa del fenomeno, è lecito pensare che le regolamentazioni riguardanti la *cybersecurity*, la tutela della *privacy*, l'utilizzo dei *Big Data*, le innovazioni tecnologiche e le politiche concorrenziali incideranno sul complesso di norme che governano tutto ciò che riguarda il FinTech. Da ciò si evince come l'applicazione della disciplina attualmente in vigore per i settori finanziari tradizionali ai nuovi operatori FinTech non possa ritenersi soddisfacente da un punto di vista della completezza normativa.

Ai fini normativi, risulta assai rilevante la natura *cross border* delle imprese FinTech, le quali, sfruttando i canali digitali e di rete, riescono a raggiungere con estrema facilità clienti oltre le frontiere nazionali, senza alcuna limitazione dettata dal concetto di "territorialità". Considerando questa caratteristica e la globalizzazione ormai avanzata, la Commissione Europea, attraverso il "Piano d'azione per la creazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali" e il "Piano d'azione sul Fintech", si dimostra aperta e favorevole al fenomeno FinTech. L'obiettivo è perciò quello di rafforzare il settore finanziario europeo, rendendolo

maggiormente integrato, competitivo e innovativo. E' pertanto molto importante elaborare una normativa che elimini le possibilità di arbitraggio normativo, consentendo così una eguale operatività nelle giurisdizioni europee e incentivando gli investimenti finanziari transfrontalieri. Per esempio, nei progetti precedentemente citati, emerge la proposta della Commissione Europea di riconoscere gli operatori FinTech sulla base di un'unica autorizzazione.

Un ostacolo al raggiungimento di un quadro normativo unitario è dato dall'attuale regolamentazione, la quale prevede un approccio *entity-based* ormai obsoleto, data la portata intersettoriale della diffusione del FinTech. Proprio per la trasversalità del fenomeno, è da ritenere più adeguato un approccio del tipo *activity-based*.

Infine, un'altra questione rilevante e riguardante anche il contesto competitivo, è il fatto che esistano imprese FinTech più o meno vigilate, anche all'interno dello stesso settore operativo. Ciò evidenzia come il problema del possibile "arbitraggio regolamentare" non sia soltanto dovuto a differenze territoriali tra ordinamenti, ma anche a distinzioni tra diversi livelli di vigilanza relativi a stesso ambito operativo.

CAPITOLO 2: MAPPATURA *ACTIVITY-BASED* DELLE ATTIVITA' FINTECH E QUADRO GENERALE DELLE RELATIVE REGOLAMENTAZIONI

Quali sono i principali settori dove il FinTech va ad impattare in maniera concreta e quali sono le linee normative e le discipline applicate? Questi settori sono identificati sulla base delle diverse necessità finanziarie dei clienti e tale suddivisione può trovare una certa corrispondenza in quella definita nel rapporto del Comitato di Basilea.¹² Nello specifico, dalle ricerche della CONSOB, si rileva come la normativa in Italia si basi su “una delimitazione degli ambiti operativi consentiti alle FinTech, nel rispetto delle riserve di legge ad oggi riconosciute agli IFv e, più in generale, negli spazi di azione consentiti dall’attuale impianto normativo”¹³. A livello normativo, in Italia possiamo individuare tre grandi tipologie di imprese FinTech: le non vigilate, le vigilate da autorità estere e le vigilate da autorità italiane (CONSOB, 2018a). In quest’ultima categoria rientrano sia i tradizionali intermediari finanziari vigilati (IFv), che i nuovi operatori FinTech regolamentati.

2.1 Attività di reperimento delle risorse finanziarie

Le attività di reperimento delle risorse finanziarie possono trovare una corrispondenza parziale nella definizione di “crediti, depositi e attività di reperimento di risorse a titolo di capitale” (BIS-BCBS, 2018). All’interno di questa grande categoria possiamo distinguere tra due diverse aree di attività: le richieste di risorse a titolo di capitale, il cosiddetto “*equity based financing*”, e quelle a titolo di debito, il cosiddetto “*debt financing*”.

¹² Si fa riferimento al documento BIS-BCBS, 2018.

¹³ CONSOB, 2018a, p.17.

2.1.1 Equity based financing

Per quanto riguarda l'*equity based financing*, possiamo individuare due sottocategorie: il *crowdfunding* puro e il *club deal*.

2.1.1.1 Crowdfunding

Il *crowdfunding* “puro” viene così definito perché si rivolge al *crowd*, cioè agli investitori *retail*. “*Equity crowdfunding*” è il termine equivalente che viene maggiormente utilizzato.

Tale fenomeno viene così definito dalla CONSOB: “con il termine *crowdfunding* si indica il processo con cui più persone (‘folla’ o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet (‘piattaforme’ o ‘portali’) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa. [...] l'*equity-crowdfunding* prevede che il finanziatore ottenga, come contropartita del denaro erogato alla società proponente, una partecipazione al capitale. In sintesi, il *crowdfunding* è definito ‘*equity-based*’ quando tramite l’investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso in cambio del finanziamento si riceve un complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell’impresa”.¹⁴ Solitamente sono le *start-up*, o comunque le imprese in fase di *early stage*, ad utilizzare questo metodo di raccolta di capitale. All’interno delle piattaforme di *equity crowdfunding* sono collocati i cosiddetti “*marketplace*”, ovvero piattaforme che fungono solamente da “vetrine”¹⁵ di iniziative d’investimento, dove le società pubblicizzano i propri progetti e gli investitori *retail* possono reperire informazioni in vista dei loro investimenti. In questo caso, i profitti della piattaforma derivano dalle commissioni sul totale dei fondi raccolti dalle società (CONSOB, 2018a).

In generale, la CONSOB ha rilevato che le piattaforme di questo genere hanno un’operatività molto simile a quella delle “attività di intermediazione e di brokeraggio su strumenti azionari

¹⁴ CONSOB, 2016a, p. 4.

¹⁵ Al momento, in Italia, non esistono “vetrine” che co-investano nei progetti presentati.

tradizionalmente svolte da operatori e intermediari vigilati”.¹⁶ Quindi, in questo caso, il cambiamento consiste in un’innovazione di processo, e non di prodotto, dove ciò che si modifica e si sviluppa sono il canale operativo e la modalità; la raccolta perciò si effettua tramite piattaforme o portali on-line in modo diretto, ovvero senza la presenza di un intermediario finanziario. E’ da notare che per gli IFv i gli ordini immessi devono rispettare il Titolo II del TUF, per quanto riguarda l’ambito di attività e servizi d’investimento, e il d.lgs. n. 231/2007, per quanto riguarda la normativa antiriciclaggio, mentre per le piattaforme di *equity crowdfunding* sembra che tali normative non siano completamente adottabili.

A livello normativo è innanzitutto necessario fare riferimento al “Decreto crescita bis” (legge del 17 dicembre 2012, n. 221), il cui art. 30 disciplina “la raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line e altri interventi di sostegno per le start-up innovative”, delegando alla CONSOB il dettato delle disposizioni attuative di tale decreto. Sulla base della sopracitata delega, la CONSOB ha emanato il “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line”, adottato con delibera del 26 giugno 2013 e successivamente aggiornato nel 2016 e nel 2017. Nel regolamento delle CONSOB si disciplinano l’istituzione e l’iscrizione nel registro dei gestori di portali, le regole di condotta da seguire, gli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari, e le condizioni relative alle offerte tramite portali. Dal suddetto regolamento deriva che le società operanti come piattaforme di *equity crowdfunding* debbano essere autorizzate dalla CONSOB.

Le fonti normative ai sensi delle quali tale regolamento è adottato sono gli articoli 50-*quinquies* e 100-*ter* del TUF (Testo Unico della Finanza). Il primo presenta come oggetto la “gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali”, mentre il secondo disciplina le “offerte attraverso portali per la raccolta di capitali”.¹⁷

¹⁶ CONSOB, 2018a, p. 27.

¹⁷ Art. 100-*ter*, comma 1, t.u.f. “Le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possono avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dalle piccole e medie imprese, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese. Le offerte relative a strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese devono avere un corrispettivo totale inferiore a quello determinato dalla Consob ai sensi dell’articolo 100, comma 1, lettera c) 577.”

In particolare, l'articolo 50-*quinquies* sancisce che l'attività di raccolta di capitali è riservata alle piccole e medie imprese e, al secondo comma, prevede che l'attività di gestione dei portali per la raccolta di capitali sia riservata alle Sim (Società di Intermediazione Mobiliare), alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai soggetti iscritti nell'apposito registro tenuto dalla CONSOB e ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-*bis*, limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio). Riguardo al registro di iscrizione, la CONSOB commenta: "l'articolo 50-*quinquies* chiarisce che nella 'sezione ordinaria' si devono iscrivere i gestori di portali autorizzati da CONSOB, in seguito a verifica della sussistenza dei requisiti richiesti dal TUF e dal Regolamento adottato dalla CONSOB con delibera 26 giugno 2013 n. 18592 e s.m.i.; nella 'sezione speciale' vengono annotate le banche e le imprese di investimento già autorizzate alla prestazione dei relativi servizi di investimento, che abbiano comunicato alla CONSOB lo svolgimento dell'attività di gestione di un portale, in via preliminare all'avvio dell'operatività".¹⁸

A livello europeo, la Commissione Europea propone:

- l'assoggettamento delle piattaforme a una disciplina specifica;
- la supervisione delle stesse operata dall'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e
- la creazione di un marchio europeo che sia valido come licenza per tutte quelle piattaforme che operano nell'ambito del *crowdfunding*.¹⁹

Il tutto dovrà avvenire mantenendo sempre come obiettivo finale il raggiungimento di un'integrazione normativa in linea con la natura *cross border* del fenomeno FinTech.

Un esempio di Fintech vigilata operante in quest'ambito può essere la piattaforma "AssitecaCrowd", mentre per quanto riguarda le non vigilate vi sono "Equitystartup" e "Startzai", tuttavia non attualmente attive.

¹⁸ CONSOB, 2018a, p. 25.

¹⁹ La CONSOB afferma che "lo stesso documento limita l'autorizzazione a svolgere l'attività di piattaforma ai soggetti con sede in uno Stato membro. Tale previsione avrà effetti importanti sugli operatori che hanno inizialmente deciso di stabilire la propria sede nel Regno Unito e che, invece, potrebbero non beneficiare della licenza europea sulla base delle conseguenze della *brex*it." (2018a, p. 25).

2.1.1.2 Club Deal

Per quanto riguarda la seconda sottocategoria, la CONSOB riconosce l'esistenza di piattaforme che effettuano il *club deal*, ossia “raccolgono fondi da investitori specificatamente individuati secondo determinati criteri. [...] Tra questi, un patrimonio sufficientemente elevato, esperienza lavorativa precedente nell'industria finanziaria e/o profili formativi specializzati (laurea in economia), oppure l'appartenenza ad un *network* di *business angels*”.²⁰ Anche tra queste, figurano delle piattaforme operanti come *marketplace*. In Italia non operano *club deal* non vigilati; un esempio di FinTech vigilata operante in quest'ambito può essere la piattaforma “SiamoSoci”.

Proprio in relazione ai *club deal*, è interessante effettuare una piccola riflessione. Le piattaforme iscritte nella sezione ordinaria possono definire in maniera volontaria e autonoma dei possibili requisiti di accesso, per esempio di esperienza oppure relativi all'ambito patrimoniale, mentre l'accesso alle piattaforme che effettuano il *club deal*, offerte da intermediari vigilati, è riservato agli investitori professionali. Quest'ultimi, in quanto tali, devono soddisfare i requisiti richiesti dalla normativa MiFID (*Markets in Financial Instruments Directive*) e dalla CONSOB. Quest'ultima prevede che per le persone fisiche debbano “essere soddisfatti almeno due dei seguenti requisiti:

- il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;
- il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante, deve superare 500.000 EUR;
- il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.”²¹

Emerge così un'ulteriore differenza tra FinTech e IFv, le prime possono far accedere ai *club deal* anche investitori non professionali dato che è la piattaforma a determinare i requisiti di accesso, mentre per i secondi l'accesso risulta limitato agli investitori professionali. In questo

²⁰ CONSOB, 2018a, p. 26.

²¹ CONSOB, 2016b, Allegato 3, punto II.

modo, come la CONSOB afferma, le FinTech possono svolgere “attività di pubblicizzazione delle proposte di investimento senza ricadere nell’ambito della sollecitazione al pubblico risparmio”.²²

Dal punto di vista dell’investitore che fa utilizzo di tali piattaforme, possiamo affermare che, nel caso in cui egli si rivolga alle imprese FinTech, il livello di tutela e di protezione è minore rispetto a quello a cui avrebbe diritto nel caso in cui si rivolgesse a un intermediario vigilato. Questo perché, per esempio, fino a poco tempo fa, le piattaforme FinTech non dovevano rispondere a requisiti patrimoniali che coprissero il rischio a cui si esponevano, o a norme di *governance* o a sistemi di controllo interno (CONSOB, 2018a). Con il nuovo regolamento CONSOB, come modificato nel 2017, viene richiesto alle piattaforme di rispondere anche a requisiti patrimoniali ai fini dell’iscrizione nel registro dei portali di *equity crowdfunding*; tali requisiti si sostanziano nella adesione ad un Sistema di indennizzo, ovvero la sottoscrizione di una polizza assicurativa.²³

²² CONSOB, 2018a, p. 27.

²³ Art. 7-*bis*, comma 1, Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on- line. CONSOB, 2017.

2.1.2 Debt financing

L'ambito del *debt financing* include tutte quelle FinTech che si rivolgono agli individui interessati al reperimento di risorse finanziarie a titolo di debito; molto raramente può succedere che sia la FinTech stessa ad operare direttamente come finanziatore. A questo proposito, la CONSOB evidenzia l'emergere di una differenziazione rispetto agli intermediari creditizi, i quali risultano invece essere la "controparte contrattuale nei confronti del prestatore di fondi".²⁴ La grande differenza rispetto all'*equity crowdfunding*, regolamentato dalla CONSOB, sta nel fatto che l'ambito del *debt financing* non prevede regolamentazione per gli operatori.

Per quanto riguarda il *debt financing*, possiamo individuare quattro sottocategorie:

il *lending crowdfunding* (o *social lending*) e il *peer-to-peer lending* (*P2P lending*), i finanziamenti a breve termine tramite sconto fatture (*invoice lending*) o credito commerciale, i *club deal* e, infine, le raccolte fondi realizzate tramite titoli di debito da parte di investitori istituzionali e/o qualificati.

2.1.2.1 Lending crowdfunding

Il *lending crowdfunding* (o *lending based crowdfunding*) viene definito dalla Banca d'Italia come "l'utilizzo di piattaforme on-line attraverso le quali una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto"²⁵; quello che si realizza è una sorta di "prestito collettivo". In questo modo, la piattaforma assume la funzione di *marketplace*, definito, in questo caso, come "punto di incontro telematico tra le unità in *surplus* e quelle in *deficit*"²⁶. Questa modalità di operare consente di ottenere una maggior rapidità nel rispondere alle richieste della clientela e porta con sé un'innovazione di processo, e non di prodotto.

²⁴ CONSOB 2018a, p. 29.

²⁵ BANCA D'ITALIA, 2016, p. 7.

²⁶ CONSOB, 2018a, p. 29.

A questo punto è importante analizzare come il TUB (Testo Unico Bancario) possa incidere in quest'ambito. Innanzitutto, l'art.11 del TUB definisce l'attività di raccolta del risparmio come "l'acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma" e, al secondo comma, vieta esplicitamente la raccolta del risparmio ai soggetti diversi dalle banche, per poi indicare una serie di deroghe possibili a tale divieto.

Nel 2016 la Banca d'Italia ha emanato le "Disposizioni in materia di raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche", entrate in vigore il 1° gennaio 2017. Nella terza sezione, al secondo punto, lettera d, si rileva come non costituisca raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi "effettuata sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti, per i quali tale operazione si inserisce, di norma, in una gamma più ampia di rapporti di natura economica con il soggetto finanziato. [...] In ogni caso, il reperimento di risorse in tal modo effettuato non deve presentare connotazioni tali (ad esempio, numerosità e frequenza delle operazioni) da configurare, di fatto, una forma di raccolta tra il pubblico". Questo significa che, se le due controparti possono personalizzare il contratto secondo la loro volontà, e, se il gestore della piattaforma fornisce esclusivamente un servizio di supporto, allora questo genere di attività non viene identificata, all'interno del nostro ordinamento giuridico, come raccolta del risparmio. E', inoltre, da sottolineare come gli artt. 130 e 131 del TUB assoggettino a sanzione penale l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico e l'attività bancaria svolte abusivamente, indi per cui l'accertamento e la sanzione per la trasgressione della disciplina spettano all'autorità giudiziaria.

Analizzando, invece, quei casi in cui la piattaforma stessa si trovi a partecipare nelle vesti di finanziatore, possiamo concludere che la disciplina degli intermediari creditizi sia quella applicabile; quindi tale ambito risulterebbe di competenza della Banca d'Italia. Questa affermazione trova origine nell'art. 106 del TUB, dove, al primo comma, si rileva che: "l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia". Permane comunque il divieto previsto dall'art. 11 del TUB, derogabile nel caso in cui venga richiesta l'autorizzazione a svolgere la propria attività in qualità di operatore bancario (CONSOB, 2018a).

Per quanto riguarda le modalità operative della piattaforma possiamo distinguere tra il modello “diretto” e quello “diffuso”. Il primo viene definito come *P2P lending*, mentre il secondo come *lending crowdfunding*.

Nel *P2P lending* i prestatori di fondi scelgono individualmente quali progetti finanziare, l'unica cosa che la piattaforma può fare è operare una selezione dei progetti da proporre.

Nel *lending crowdfunding*, invece, i finanziatori non possono individuare il singolo progetto, ma possono solo scegliere la classe di rischio/rendimento; a operare questa sorta di *scoring* è la piattaforma stessa tramite un particolare algoritmo. Questa tipologia di modello può essere considerata molto simile all'operare dell'attività creditizia, tuttavia il rischio è in capo al cliente, invece di essere in capo all'intermediario come accade per le banche.

In Italia le società che troviamo di questa tipologia sono tutte autorizzate, come per esempio la “Borsa del Credito” o “Lendix”, però legittimate da diversi enti; la prima è un istituto di pagamento iscritto all'elenco Banca d'Italia²⁷, mentre la seconda è autorizzata dall'Autorità francese e supportata da un istituto di pagamento francese.

2.1.2.2 Invoice lending

La seconda sottocategoria è quella dei finanziamenti a breve termine tramite sconto fatture (*invoice lending*) o credito commerciale. Alcune piattaforme di *lending based financing* operano nell'ambito dello sconto fatture *pro solvendo* o *pro soluto*, ovvero i clienti ottengono credito presentando fatture o titoli di credito da scontare. Anche qui è possibile individuare due diversi modelli, quello “diretto” e quello “diffuso”.

Un esempio può essere la piattaforma “Credimi”, operante come intermediario creditizio iscritto nell'albo ex art. 106 del TUB presso la Banca d'Italia. La piattaforma citata opera come un *digital lender* che, tramite tecnologie standard di *workflow automation*, valuta se la capacità di credito dell'impresa rientri nei parametri ritenuti accettabili. Sulla base di tale capacità, si determina il *pricing* da attribuire alla fattura. La piattaforma si fa carico di

²⁷ Quindi deve essere supportata da parte di un soggetto autorizzato ex art.106 del TUB.

anticipare le fatture per i diversi clienti, attingendo da fondi con cui ha concluso accordi di partenariato (fondi raccolti presso investitori istituzionali). “Crowdcity”²⁸, per esempio, è una piattaforma non vigilata che opera come *marketplace* e, come indicato dalla CONSOB, in questo tipo di piattaforme, la valutazione delle richieste può essere effettuata anche tramite il modello “*invoice trading*” che prevede che lo smobilizzo di crediti commerciali si realizzi ad un costo fissato da un’asta *online* tra gli investitori, che può essere eventualmente anche un’asta competitiva elettronica”.²⁹

2.1.2.3 & 2.1.2.4 Club deal e le raccolte fondi da investitori qualificati o istituzionali realizzate mediante titoli di debito

La terza e quarta sottocategoria sono i *club deal* e le raccolte fondi da investitori qualificati o istituzionali realizzate mediante titoli di debito. Un esempio di FinTech operante in quest’ambito è la piattaforma “Epic”³⁰, la quale risulta essere autorizzata, come tutte le altre FinTech di questo settore operanti in Italia.

²⁸ E’ appoggiata a un istituto di pagamento estero, autorizzato dall’Autorità francese.

²⁹ CONSOB, 2018a, p. 33.

³⁰ Si tratta di una SIM iscritta all’albo di Banca d’Italia.

2.2 Attività e servizi di investimento

L'ambito di attività e servizi di investimento può trovare corrispondenza nella definizione di “servizi di gestione degli investimenti” (BIS-BCBS, 2018); le FinTech all'interno di questa categoria offrono servizi informativi oppure servizi di *trading*, gestione finanziaria e consulenza finanziaria.

2.2.1 Trading

Il *trading* viene definito dalla CONSOB come “la fornitura di informazioni aggregate e rielaborate sui mercati finanziari, oppure l'offerta di una piattaforma di *trading* (per clientela *retail* o istituzionale), comprese le attività di *copy-trading*³¹ e *e-trading*^{32,33}”; si tratta quindi di offrire elaborazioni di strategie di *trading* oppure servizi di consulenza. Molto interessante è il *copy-trading*, il quale permette agli investitori di affidarsi alle modalità di operare di altri *traders*, attraverso un servizio che permette loro di copiare le strategie in modo automatizzato. In questo caso si tratta, nuovamente, di un'innovazione di processo, poiché questi servizi erano già precedentemente offerti dagli intermediari finanziari tradizionali.

In questa sottocategoria, “Euklid” è l'unica piattaforma (non vigilata) creata da italiani, ma avente sede in Gran Bretagna. Osservando alcune piattaforme FinTech del Regno Unito si nota come siano tutte autorizzate e sottoposte a regolamentazione; come per esempio “eToro”.³⁴

³¹ Le piattaforme di *copy-trading* “sono simili alle tradizionali piattaforme di *e-trading*, ma si differenziano da queste ultime poiché aggiungono la possibilità per gli investitori di copiare in maniera automatizzata le strategie di *trading* di altri *trader* e coniugano l'aspetto di *trading* con l'aspetto *social*” (CONSOB, 2018a, p.35).

³² Con *e-trading* “si intendono le interfacce di negoziazione che permettono agli investitori finali (anche *retail*) di effettuare scambi di titoli sui mercati, sulla base dell'accordo con il proprio *provider*” (CONSOB, 2018a, p. 35)

³³ CONSOB, 2018a, p. 35.

³⁴ La piattaforma “eToro” è autorizzata dalla Cyprus Securities & Exchange Commission.

2.2.2 Gestione finanziaria

La gestione finanziaria si concretizza nel servizio di gestione di cassa e nel servizio di “salvadanaio elettronico”.

2.2.2.1 Gestione di cassa

Con “gestione di cassa” s’intende il servizio di gestione della tesoreria; cioè il controllo delle entrate e delle uscite del cliente, anche relative a diversi conti o carte. Tale servizio si sostanzia quindi nella possibilità, per il cliente, di visualizzare i movimenti in maniera unificata e “pianificare” le spese (CONSOB, 2018a). Questo servizio di gestione di cassa può essere inteso come un’innovazione di prodotto, infatti gli intermediari tradizionali non lo forniscono, sebbene abbiano a disposizione tutte le risorse e le informazioni necessarie per effettuarlo.

2.2.2.2 Salvadanaio elettronico

Il servizio di “salvadanaio elettronico” si sostanzia nella creazione di un’applicazione che, in maniera automatica, metta da parte una somma di denaro ogni volta che si ha una uscita. In questo caso il “fondo” che si viene a creare è sempre accessibile all’utente. Anche questa è un’innovazione di prodotto, perché si tratta di un servizio mai offerto precedentemente.

Accanto al servizio di “puro” salvadanaio elettronico, troviamo anche il servizio che rende possibile l’investimento del “fondo” creato, sempre in maniera coerente con l’orientamento al rischio del cliente e il rendimento richiesto dallo stesso. Questa seconda tipologia di servizio non può essere propriamente considerata un’innovazione di prodotto, perché è molto simile ai piani di accumulo tutt’ora offerti. In Italia la piattaforma che offre questo servizio è “Gimme5” ed è gestita da un intermediario vigilato da Banca d’Italia.

2.2.3 Consulenza finanziaria

Con “consulenza finanziaria” s’intende “la prestazione di raccomandazioni personalizzate a un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa dell’impresa di investimento, riguardo a una o più operazioni relative a strumenti finanziari”.³⁵ La consulenza finanziaria automatizzata può essere effettuata su prodotti a proprio marchio o su prodotti di terzi ed è assoggettata a regolamentazioni europee e nazionali (CONSOB, 2018a).

E’ possibile individuare due diversi modelli operativi di consulenza finanziaria automatizzata: il modello “puro” e il modello “ibrido”. Nel primo, chiamato “*Robo-Advice* puro”, il servizio di consulenza è completamente automatizzato, mentre nel secondo, chiamato “*Robo-Advice* ibrido”, il contributo digitale e quello umano si alternano. Esiste, inoltre, un terzo modello chiamato *Robo-for-Advisors* (B2B), in cui il consulente (inteso come persona fisica) utilizza strumenti automatizzati di supporto alla propria attività; quest’ultimo modello è stato largamente adottato dai tradizionali intermediari finanziari.

Questa si tratta di un’innovazione di processo; si introducono un nuovo canale telematico e l’utilizzo di algoritmi, le relative conseguenze sono l’assenza di interazione sociale e la riduzione dei costi. Per quanto riguarda il grado di personalizzazione dell’offerta, le FinTech possono offrire sia servizi orientati a particolari *cluster* di profilo di rischio/rendimento, sia servizi di *private banking* disegnati in maniera personale e individuale.

In Italia due importanti FinTech sono “Moneyfarm”³⁶ e “Adviseonly”³⁷; inoltre ultimamente anche importanti banche tradizionali hanno sviluppato servizi come “CheBanca!” o “Fineco X-Net”.

Con riguardo alla regolamentazione, la MiFID II prevede che la consulenza automatizzata offerta dai *robo advisors* possa rientrare nell’ambito della “consulenza in materia di investimenti”, perché la disciplina che va applicata è la stessa, a prescindere dal canale di

³⁵ Art. 1, comma 1, n. 4, MiFID II.

³⁶ Vigilata e autorizzata dalla FCA.

³⁷ Non vigilata.

contatto utilizzato. E' importante focalizzarsi sulla qualificazione del servizio offerto come "consulenza in materia di investimenti", a questo proposito si noti che l'art. 9 del Regolamento Delegato 2017/565 individua la "consulenza in materia di investimenti" come caratterizzata da:

- personalizzazione della raccomandazione, cioè deve essere indirizzata ad uno specifico destinatario,
- una presentazione adatta per il destinatario o basata sulla considerazione delle caratteristiche dello stesso, e
- indicazioni sul "comprare, vendere, sottoscrivere, scambiare, riscattare, detenere un determinato strumento finanziario o assumere garanzie nei confronti dell'emittente rispetto a tale strumento".

2.3 Servizi di pagamento - PSD2 Direttiva UE 2015/2366

La terza area di attività è rappresentata dai servizi di pagamento, relativi sia a monete legali, che a monete virtuali, e assimilabili alla definizione “pagamenti, *clearing* e regolamento” (BIS-BCBS, 2018).

In questo ambito, il grande problema sta nel fatto che le criptovalute, a differenza della moneta legale, non devono necessariamente transitare da intermediari finanziari abilitati alla prestazione di servizi di pagamento e, pertanto, l'identità dei soggetti che scambiano moneta virtuale non è conoscibile e verificabile (FERRARI, A., ET AL., 2016). Per di più, gli operatori che offrono tutti questi servizi non sono controllati o assoggettati a specifiche norme relative all'antiriciclaggio.

I servizi di pagamento includono il trasferimento (nazionale o internazionale) di moneta e le soluzioni di pagamento.

2.3.1. Il trasferimento (nazionale o internazionale) di moneta

Il trasferimento di moneta, grazie alle FinTech, avviene in maniera più rapida e i costi sono ridotti; ciò è facilmente comprensibile guardando, per esempio, al passaggio di denaro che può avvenire tra numeri di cellulare. Di fatto si tratta di una tipologia di servizio riservata agli intermediari finanziari, ne consegue che le società che offrono questi servizi devono rispondere a certi requisiti, in particolare patrimoniali. In questo caso si tratta nuovamente di un'innovazione di processo (quando si parla di moneta legale), perchè appunto parliamo di un servizio già offerto da molto tempo.

Un esempio di piattaforma FinTech largamente utilizzata, anche in Italia, per il trasferimento di moneta, è “Revolut”³⁸; si tratta praticamente di un “mobile-based current account”.

³⁸ Autorizzata dalla FCA.

2.3.2. Le soluzioni di pagamento

Le soluzioni di pagamento, secondo la CONSOB, si sostanziano in “soluzioni applicative per effettuare pagamenti presso rivenditori convenzionati, oppure per realizzare ‘collette’ via web”³⁹. Si evidenzia che le FinTech più rilevanti, ai fini di questa analisi, sono quelle che offrono anche il servizio di pagamento, poiché in tal caso è necessario verificare che si tratti di istituti di pagamento o IMEL⁴⁰; verifica invece non necessaria per le FinTech che offrono solo servizi strumentali.

In Italia troviamo “Satispay” come IMEL registrato presso la Banca d’Italia, autorizzato e vigilato da FCA; si tratta di un’applicazione tramite la quale si possono pagare gli esercizi commerciali aderenti.

A livello normativo, nel gennaio del 2018 è entrata in vigore la PSD2 (Payment Services Directive 2); ovvero la Direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno. L’obiettivo della direttiva è quello di integrare e uniformare, a livello europeo, le regole previste per gli istituti bancari e per i nuovi *Payment Service Provider*. La direttiva prevede:

- “estensione dello scope della normativa sia alle operazioni one leg che alle operazioni in divise non UE e introduzione inoltre di nuovi servizi di pagamento (Payment Initiation, Account, Information, Funds Checking);
- introduzione di nuovi player di mercato definiti Third Party Payment Service Providers (TPP), ovvero i Payment Initiation Service Provider (PISP) e gli Account Information Service Provider (AISP);
- estensione delle norme in materia di responsabilità ai TPP e riduzione della soglia quantitativa di responsabilità a carico;
- i requisiti in materia di sicurezza (Strong Customer Authentication) diventano obbligatori e si prevede l’armonizzazione delle procedure di autenticazione;
- estensione del principio tariffario dello share ed allineamento della applicazione delle commissioni aggiuntive, in linea con la nuova normativa MIF;

³⁹ CONSOB, 2018a, p. 40.

⁴⁰ Oppure che si appoggino a un istituto di pagamento.

- modifica delle deroghe concesse su: agenti commerciali; reti a spendibilità limitata; operatori telco; ATM indipendenti.⁴¹

⁴¹ PWC, Pillole di PSD: tutto ciò che ti serve sapere sulla nuova direttiva.

2.4 Servizi assicurativi (InsurTech) - Vigilanza IVASS

Le FinTech possono offrire servizi anche nel campo assicurativo, tale settore prende il nome di InsurTech e risulta essere poco sviluppato in Italia. Nel territorio nazionale troviamo il “Gruppo Mutui Online” che controlla società autorizzate e vigilate, ovvero mediatori creditizi e broker assicurativi, offrendo servizi finanziari e di *outsourcing* per il credito, per la gestione di portafogli e per sinistri assicurativi (CONSOB, 2018a). Sempre in quest’ambito, troviamo le piattaforme “MioAssicuratore” e “DirectLine”. L’obiettivo comune è quello di offrire assicurazioni sempre più personalizzabili e semplificare la scelta tra prodotti, attraverso il miglioramento del servizio di supporto per la clientela. Tutte le FinTech citate, di questa categoria, sono vigilate dall’Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni (IVASS).

CAPITOLO 3: ANALISI GIURIDICA DELLA NORMATIVA VIGENTE DEI LENDING MARKETPLACE

Ora si cercherà di effettuare un'analisi giuridica di una particolare categoria, ovvero del *lending marketplace*. In particolare, verrà operato un confronto con le tradizionali riserve di attività e la congruità delle relative discipline, riguardanti, per esempio, l'attività di gestione del risparmio o di offerta al pubblico. L'obiettivo è quello di comprendere quali siano effettivamente le discipline più adeguate e applicabili al *lending marketplace*. Verrà anche introdotto il confronto con ulteriori discipline interessate e relative applicazioni, ovvero la disciplina antiusura e la normativa antiriciclaggio, insieme alle normative riguardanti il trattamento dei dati, sia personali che non.

3.1 Confronto con le tradizionali riserve di attività del settore finanziario

3.1.1 Raccolta del risparmio

Relativamente alla normativa italiana, per quanto riguarda la riserva di attività della raccolta del risparmio tradizionalmente caratterizzante l'attività bancaria, è necessario fare riferimento al già citato art. 11 del Testo Unico Bancario.⁴²

“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

⁴² Art. 11, comma 2, t.u.b. “La raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche”.

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 irregolare.”⁴³

La sezione IX delle “Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche” rappresenta l’unico spazio dove la Banca d’Italia tratta apertamente l’attività dei *lending marketplace*. In tali disposizioni, si rileva che la possibile violazione di tale riserva di attività può essere causata dai gestori delle piattaforme, o anche dai *crowd-borrower* stessi. Questo perché, i prenditori di fondi, al fine di non cadere nella violazione, devono avvalersi di “soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale”, oppure, come già visto, “l’acquisizione di fondi [sia] effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori” (BANCA D’ITALIA, 2016). Il carico di questa responsabilità in capo ai prenditori di fondi, sembra trovare origine nella “incompleta” traduzione delle Direttive bancarie europee. L’espressione inglese “*carrying out the business of taking deposits*” è stata semplicemente tradotta come “raccolta del risparmio” o “acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma”. Questa trasposizione è riduttiva perché non reca con sé il requisito di “professionalità”, incluso nel termine “*business*”. Di conseguenza, come individuato dalla CONSOB, “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”.⁴⁴ Un’ulteriore specifica prevista dalla Banca d’Italia sta nello “impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori”⁴⁵, quindi implicitamente viene richiesto alle piattaforme di determinare, su base volontaria, il massimo prestito ottenibile dai prenditori di fondi .

⁴³ CONSOB, 2019b, p. 134 e cfr. sentenza del T.A.R. Roma, Lazio, 12 dicembre. 2009, n. 12848, sez. III, in *Giur. comm.*, (2011) 2, II, 422.

⁴⁴ CONSOB, 2019b, p. 135.

⁴⁵ CONSOB, 2019b, p. 135.

La riconduzione dell'attività di *marketplace lending* all'attività di raccolta del risparmio presso il pubblico permette di estendere la disciplina attuale a un nuovo fenomeno ancora in via di sviluppo. Proprio dato lo stato espansivo del fenomeno, la disciplina attuale va solo considerata come riferimento, in attesa della creazione di una normativa apposita. Infatti, tale disciplina non risulta essere perfettamente adatta; le piattaforme “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”⁴⁶. Non c'è da stupirsi se nelle Disposizioni della Banca d'Italia del 2016 troviamo diverse puntualizzazioni che indicano in quali circostanze il *lending marketplace* non rientri nell'ambito dell'attività di raccolta del risparmio (CONSOB, 2019b). Oltre al rischio di un'eccessiva e pesante regolamentazione, c'è anche il rischio opposto che tale regolamentazione risulti incompleta. I rischi di concedere credito a soggetti non meritori, quindi di conseguenti crisi dovute a insolvenza degli stessi, di mancata trasparenza e di *bug* delle piattaforme, non possono essere coperti dalla disciplina bancaria o da mere trattative personalizzate. Quindi perché non creare una specifica regolamentazione seguendo un approccio *risk-based* che correli in maniera coerente i rischi assunti dalle piattaforme agli obblighi imposti?

⁴⁶ CONSOB, 2019b, p. 136.

3.1.2 L'erogazione del credito e la mediazione creditizia

3.1.2.1 L'erogazione del credito

L'attività di *marketplace lending* prevede la concessione di finanziamenti ai consumatori, pertanto può essere fatta rientrare nell'ambito di erogazione del credito. Per quanto riguarda l'erogazione del credito, a livello europeo non esiste un quadro normativo unitario, infatti, i singoli Stati membri hanno sviluppato discipline diversificate. Nel contesto italiano, l'attività di erogazione del credito, non svolta in combinazione con la raccolta del risparmio, è assoggettata a una riserva particolare.⁴⁷

Come indicato nei documenti della CONSOB, “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”.⁴⁸ Tuttavia, con il decreto legislativo n. 141/2010, conseguente al recepimento della seconda direttiva in materia di credito al consumo (Direttiva 2008/48/CE, nota come *Consumer Credit Directive* o CCD), è stata rimossa la differenza tra gli intermediari finanziari *ex art. 106* ed *ex art. 107*. Infatti, tutti gli intermediari finanziari, a cui è riservata l'attività di concessione di finanziamenti, risultano iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia. Quest'ultimi sono ora regolati da una disciplina più severa, a carattere più prudenziale, e sono sottoposti ad autorizzazione e alla cosiddetta “vigilanza equivalente”, ovvero una vigilanza simil-bancaria (CONSOB, 2019b).

Gli intermediari, finora citati, sono assoggettati alla disciplina di trasparenza, alla disciplina relativa al credito ai consumatori e alla disciplina in materia di mutui residenziali ai consumatori.

Per quanto riguarda la disciplina di trasparenza, si fa riferimento agli articoli 115 e seguenti del Testo Unico Bancario. Il problema, in questo caso, risiede nel fatto che le regole di

⁴⁷ Art. 106, comma 1, t.u.b. “l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia.”

⁴⁸ CONSOB, 2019b, p. 140.

trasparenza siano applicabili esclusivamente ai contratti di finanziamento stipulati tra la piattaforma (a cui è riconosciuto lo status di intermediario *ex art. 106 del t.u.b.*) e il consumatore; ciò implica che non possano essere applicate agli accordi diretti tra prestatore e prenditore di fondi. Inoltre, tale normativa è nata avendo come obiettivo ultimo la regolamentazione dell'attività bancaria, cioè delle banche e di altri intermediari finanziari, perciò la tutela dei *crowd-investor* è pressoché inesistente.

Per quanto riguarda la regolamentazione in materia di credito ai consumatori, si fa riferimento alla disciplina di cui alla CCD e agli articoli 121 e seguenti del Testo Unico Bancario. Tale disciplina viene applicata ai contratti di credito tra finanziatori professionali e consumatori e introduce:

- obblighi informativi contrattuali (ovvero un documento sintetico contenente le “Informazioni europee di base relative al credito ai consumatori”);
- obblighi di verifica del merito creditizio; infine,
- il diritto di ripensamento del consumatore e di rimborso anticipato del finanziamento.

Tali norme tutelative sono inderogabili, fatte salve le deroghe a favore del consumatore (CONSOB, 2019b).

In materia di mutui residenziali ai consumatori, ci si affida alla Direttiva 2014/17/UE, nota come *Mortgage Credit Directive* o MCD, e agli articoli 120-*quinquies* e seguenti del Testo Unico Bancario. Anche in questo caso, tale disciplina viene applicata ai contratti tra finanziatori professionali e consumatori, introducendo obblighi di condotta e informativi a carico degli agenti professionali.⁴⁹

La disciplina non sembra molto adatta a regolare le piattaforme che operano come *lending marketplace*. Innanzitutto, affinché la concessione del credito sia operata in maniera professionale, la piattaforma deve presentarsi come parte del contratto di credito e questo non accade nella maggioranza dei casi.⁵⁰ Non si può nemmeno affermare che i datori di fondi

⁴⁹ Quest'insieme di disposizioni è applicabile solo nei casi in cui la piattaforma abbia assunto lo *status* giuridico di intermediario finanziario.

⁵⁰ Ciò vuol dire che non è rinvenibile un soggetto di imputazione dell'attività di esercizio professionale del credito.

organizzino ed esercitino professionalmente tale attività; inoltre i datori di fondi non possono nemmeno essere considerati come intermediari finanziari *ex art. 106 del Testo Unico Bancario*. A fronte di questa serie di considerazioni, emerge la necessità di introdurre una regolamentazione specifica, creata *ad hoc* per le FinTech operanti nell'ambito del *lending marketplace*.

3.1.2.2 La mediazione creditizia

Nel t.u.b., all'art 128-*sexies*, al primo comma, si definisce come mediatore creditizio “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”. Affinché il *marketplace lending* possa essere assoggettato alla disciplina relativa alla mediazione creditizia, il soggetto che concede il finanziamento deve essere un intermediario autorizzato. Qui sorge un problema, in quanto, nella maggioranza dei casi, le piattaforme FinTech richiedono ai datori di fondi una dichiarazione di non professionalità.

Consideriamo gli intermediari del credito come previsto dall'art. 121, comma 1, lett. h) del t.u.b. “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: 1) presentazione o proposta di contratti di credito ovvero altre attività preparatorie in vista della conclusione di tali contratti; 2) conclusione di contratti di credito per conto del finanziatore”. Prendendo in considerazione quest'ultima definizione, è possibile far rientrare le FinTech che operano tramite il *lending marketplace* sotto la disciplina degli intermediari del credito, in tal caso le piattaforme devono rispondere agli obblighi di condotta e formativi previsti dal CCD e dal MCD.⁵¹

⁵¹ “La MCD, dopo aver precisato che non è considerata intermediazione del credito l'attività di mera ‘presentazione’ delle parti, ha, inoltre, introdotto un regime di autorizzazione specifico per gli intermediari del credito che intendano beneficiare del passaporto europeo”(CONSOB, 2019b).

3.1.3 La prestazione dei servizi di pagamento

3.1.3.1 Istituti di pagamento

E' utile operare un confronto tra l'attività di prestazione di servizi di pagamento e di *lending marketplace*.

Partendo dall'art. 114-*sexies* del t.u.b. si definisce che “la prestazione di servizi di pagamento è riservata alle banche, agli istituti di moneta elettronica e agli istituti di pagamento”; dopo l'entrata in vigore della PSD 2, direttiva n. 2015/2366/UE, la maggioranza delle piattaforme operanti come *lending marketplace* ha richiesto di essere autorizzata come istituto di pagamento (IP). Perché le piattaforme hanno richiesto tale autorizzazione? Come dichiarato dalla CONSOB, in questo modo, diventa possibile, per le piattaforme, “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. La ricezione di denaro in connessione ai servizi di pagamento (o di emissione di moneta 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”.⁵² Gli istituti di pagamento necessitano dell'autorizzazione della Banca d'Italia e sono assoggettati a una certa disciplina e a una vigilanza regolamentare, ispettiva e informativa simil-bancaria. Tuttavia, si richiedono requisiti meno severi in termini di capitale minimo e fondi propri, di partecipazioni detenibili, di governo societario e di organizzazione interna; questa è una conseguenza dell'approccio *risk-based* utilizzato.

Per quanto riguarda la disciplina di trasparenza applicabile, in questo caso si fa riferimento a diversi articoli: agli articoli 126-*bis* e 126-*novies* del t.u.b., in specifico per i conti di pagamento dei consumatori si fa riferimento agli articoli 126-*decies* e 126-*octiesdecies* sempre del t.u.b., e agli articoli 115 e seguenti imposti a tutti gli intermediari finanziari.

⁵² CONSOB, 2019b, p. 145-146.

3.1.3.2 *Payment Initiation Service Providers (PISP) e Account Information Service Providers (AISP)*

Con l'introduzione della PSD2, le piattaforme FinTech, oltre a istituti di pagamento, possono essere identificate come *Payment Initiation Service Providers (PISP)* oppure come *Account Information Service Providers (AISP)*. I PISP sono prestatori di servizi di disposizione di ordini di pagamento, i quali “si limitano a disporre, per conto dell'utente, ordini di pagamento a valere su un suo conto di pagamento detenuto presso un altro IP”.⁵³ Gli AISP, invece, sono prestatori di servizi di informazioni sui conti, i quali “si limitano a fornire informazioni consolidate relativamente a uno o più conti di pagamento detenuti dall'utente di servizi di pagamento presso altri IP”.⁵⁴ In questo caso la disciplina applicabile risulta meno severa rispetto agli IP ad operatività completa, infatti non devono rispondere a requisiti patrimoniali.

3.1.3.3 Agenti di pagamento

Osservando un grado di severità sempre minore nelle discipline applicabili, scopriamo che gli operatori FinTech possono essere considerati anche come agenti di IP.⁵⁵ Gli agenti di istituti di pagamento agiscono tramite mandato degli istituti di pagamento, i quali sono pienamente responsabili della loro operatività. Nel quadro normativo italiano, gli agenti di IP sono assoggettati ad una specifica riserva di attività, indicata nell'art. 128-*quater* del t.u.b.

⁵³ CONSOB, 2019b, p.148.

⁵⁴ CONSOB, 2019b, p.148.

⁵⁵ Art. 128-*quater* t.u.b. “È agente in attività finanziaria il soggetto che promuove e conclude contratti relativi alla concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma o alla prestazione di servizi di pagamento, su mandato diretto di intermediari finanziari previsti dal titolo V, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, banche o Poste Italiane”.

3.1.3.4 Istituti di moneta elettronica (IMEL)

Le piattaforme FinTech possono operare anche nelle vesti di IMEL. Gli Istituti di moneta elettronica sono assoggettati ad una disciplina meno tollerante, rispetto a quella riservata agli Istituti di pagamento; in particolare riguardo ai requisiti relativi al patrimonio. Anche in questo caso, viene meno il rischio di rientrare nella fattispecie giuridica di attività di raccolta del risparmio.

Per concludere, la normativa più adatta ad essere usata come base di sviluppo per una normativa specifica risulta essere quella prevista per gli Istituti di pagamento, definita dall'EBA⁵⁶ come “*that is most feasibly applicable to lending-based crowdfunding covering the payments-related aspects of crowdfunding activities*”.⁵⁷ In pratica si parla della PSD2, che, tuttavia, presenta delle carenze se applicata alle piattaforme FinTech. La direttiva, infatti, non fa alcun riferimento alla *due diligence*, alla verifica del merito creditizio dei richiedenti e ad eventuali misure di protezione in caso di *default* della piattaforma.⁵⁸ La prestazione di servizi di pagamento non è l'attività *core* delle piattaforme, possono esistere infatti piattaforme che si appoggiano a istituti esterni per i servizi di pagamento, questo per dire che non in tutti i casi è possibile assoggettare i *lending marketplace* alla disciplina prevista per gli IP.

“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.”⁵⁹

⁵⁶ European Banking Authority.

⁵⁷ EBA 2015, pp. 2-3, 32-33.

⁵⁸ EBA 2015, p. 3.

⁵⁹ CONSOB, 2019b, p.151

3.1.4 La prestazione dei servizi di investimento e la Direttiva MiFID

Il *marketplace lending* può essere interpretato come fonte di sviluppo di una nuova tipologia di strumenti finanziari? Questa domanda nasce dall'analisi della struttura stessa del *lending marketplace*. Lo scopo dell'attività in questione è quello di favorire lo spostamento di risorse dai *crowd-lender* ai *crowd-borrower*, ovvero da qualcuno che ha l'obiettivo di ricevere un rendimento attraverso l'investimento della liquidità in eccesso, a qualcuno che necessita di quella liquidità. In quest'ottica, quindi, sembra che l'operatività dei *lending marketplace* sia praticamente la stessa dei mercati finanziari, o dei servizi di investimento.⁶⁰

E' possibile distinguere diversi casi specifici, basati sui diversi modelli di *business* adottabili dalle piattaforme:

- se la struttura del *lending marketplace* prevede sistemi di incontro tra le diverse domande e le diverse offerte, allora l'attività può dirsi simile alla gestione dei mercati;
61
- se sulla base dei profili dei singoli investitori si offre un servizio di raccomandazione, allora l'attività è assimilabile ai servizi di consulenza in materia di investimenti; infine,
- se viene offerto un servizio di creazione di portafogli di crediti, operato secondo le scelte della piattaforma e in linea con il profilo dell'utente, allora si potrebbe parlare di una sorta di gestione individuale di portafogli.

Tuttavia, risulta molto difficile poter ricondurre i servizi offerti dall'attività di *marketplace lending* all'attuale disciplina europea dei mercati finanziari. Questo per diversi motivi, innanzitutto perché “i prodotti offerti dalle piattaforme non sono *de plano* riconducibili alle tipologie di *asset class* esistenti”.⁶² Inoltre, le fattispecie giuridiche, sulle quali la sopracitata disciplina si basa, richiedono vincoli di costituzione non riscontrabili nei *lending marketplace*.

⁶⁰ Le piattaforme, inoltre, non si assumono alcun rischio di credito; questa è un'ulteriore caratteristica che le rende “distanti” dall'ambito bancario.

⁶¹ Identificando la piattaforma come OTF si potrebbero applicare delle regole di condotta, derivanti dalla discrezionalità del gestore e dalla presenza di investitori non professionali.

⁶² CONSOB, 2019b, p.153.

Esempi di questi requisiti sono la presenza di specifici prodotti di investimento⁶³ o il raggiungimento di una determinata soglia dimensionale. Sia per l'applicazione della MiFID II che per l'applicazione della Direttiva Prospetto, risulta necessario rispondere alla nozione di strumento/prodotto finanziario o di valore mobiliare⁶⁴.

A livello europeo la Direttiva MiFID II n.2014/65/EU non contiene una definizione giuridica di "strumento finanziario", ma soltanto un elenco che ogni Stato membro ha diversamente inteso. Nel caso italiano, l'art. 1, comma 1, lett. u) del Testo Unico Finanziario definisce i prodotti finanziari come "gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari". Ci sono opinioni discordanti riguardo al considerare o meno i prodotti delle piattaforme come strumenti finanziari, non è unanime l'opinione secondo cui la negoziabilità sia l'unica caratteristica sufficiente, e con negoziabilità s'intende "la trasferibilità e la capacità di essere oggetto di transazioni".⁶⁵

La Direttiva MiFID è destinata esclusivamente agli strumenti finanziari; questo perché è necessario tutelare in maniera adeguata quegli strumenti che circolano ampiamente e tra persone. Gli strumenti finanziari devono questa possibilità di circolazione alla loro natura negoziabile, tuttavia anche altri prodotti di investimento o posizioni contrattuali circolano ampiamente grazie ai nuovi canali telematici. Tali prodotti, come quelli offerti dalle piattaforme, abbiamo visto che sono difficilmente classificabili come strumenti finanziari, pertanto risulta evidente come sia necessaria una modifica delle norme fondamentali dell'ambito finanziario. Il Regolamento n. 1286/2014/UE riguardante i documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi pre-assemblati (PRIIPs) è stato da noi adottato tramite il decreto legislativo n. 224 del 14 novembre 2016; questo regolamento non si riferisce più solo agli strumenti finanziari, ma anche ai prodotti d'investimento al dettaglio o assicurativi "pre-assemblati".⁶⁶ Le proposte della Commissione

⁶³ Per esempio, possono dover rispondere alla definizione di "strumenti finanziari" prevista dalla MiFID.

⁶⁴ Le cosiddette *transferable securities*.

⁶⁵ CONSOB, 2019b, p.158

⁶⁶ "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" (CONSOB, 2019b, p.170).

Europea sono destinate anche a ciò che non è strumento finanziario e introducono specifici adattamenti relativamente alla protezione dei *crowd-investor*.

Gli aspetti negativi dell'applicazione della disciplina europea dei servizi di investimento sono identificabili:

- nel rischio di *over-regulation* e quindi nel costo eccessivo che rallenta l'innovazione e l'inclusione finanziaria, infatti ci sarebbero delle eccessive richieste di *compliance* e *disclosure* a carico dei *crowd-borrower*;
- nel rischio di un *over-load* informativo che risulterebbe eccessivo per i datori di fondi, infatti sarebbero riluttanti nell'analizzare una documentazione prolissa;
- nella differenza di trattamento perché agenti non operanti attraverso le piattaforme di questo tipo, ma offerenti prodotti simili, non sarebbero sottoposti al regime applicabile per le piattaforme che offrono strumenti finanziari; e , infine,
- nella mancata esistenza di misure di tutela dei *crowd-borrower*.

3.1.5 Disciplina sulla gestione collettiva del risparmio

Tra gli strumenti finanziari, troviamo anche le quote di organismi di investimento collettivo; quindi possiamo parlare di “gestione collettiva del risparmio”⁶⁷. L’operatività del *marketplace lending* può trovare riscontro nella logica sottostante gli investimenti collettivi? Vi sono due particolari somiglianze; la prima è la suddivisione automatica degli investimenti dei *crowd-investor* tra le diverse richieste di liquidità dei *crowd-borrower*, operando così quest’ultimi ricevono un “prestito collettivo”, mentre la seconda è l’esistenza di un fondo di garanzia, per il quale gli incassi dei *crowd-investor* dipendono essenzialmente dalla condizione del totale dei finanziamenti erogati.

Da questa riflessione, potremmo dire che la disciplina destinata agli OICR⁶⁸, potrebbe essere applicabile anche ai *lending marketplace*. Questa normativa fa riferimento al Direttiva AIFMD n. 2011/61/EU e ai Regolamenti *EuVECA* n. 345/2013/EU, *EuSEF* n. 346/2013/EU e *ELTIF* n. 2015/760. A livello italiano, il Decreto legislativo n. 18 del 14 febbraio 2016 ha introdotto nel t.u.f. il capo II-*quinquies*, artt. 46-*bis* ss. t.u.f. destinato agli OICR di credito, attuato tramite il regolamento adottato con Decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze n. 30 del 5 marzo 2015. Gli OICR sono inoltre sottoposti alla disciplina di trasparenza destinata ai servizi bancari e finanziari.

⁶⁷ Art. 1, comma 1, lett. n), t.u.f.) “gestione collettiva del risparmio”: il servizio che si realizza attraverso la gestione di Oicr e dei relativi rischi”. “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.)”(CONSOB, 2019b, p. 166.

⁶⁸Art.1, comma 1, lett. k), t.u.f.) “Organismo di investimento collettivo del risparmio' (Oicr): l'organismo istituito per la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio, il cui patrimonio è raccolto tra una pluralità' di investitori mediante l'emissione e l'offerta di quote o azioni, gestito in monte nell'interesse degli investitori e in autonomia dai medesimi nonché investito in strumenti finanziari, crediti, inclusi quelli erogati, a favore di soggetti diversi da consumatori, a valere sul patrimonio dell'OICR, partecipazioni o altri beni mobili o immobili, in base a una politica di investimento predeterminata”.

3.1.6 Disciplina dell'offerta al pubblico

Quando è possibile far rientrare il *lending marketplace* sotto la disciplina dell'offerta al pubblico? Si parte dall'identificazione delle posizioni contrattuali dei *crowd-investor* come strumenti finanziari e più in generale, come prodotti finanziari⁶⁹. Come prodotto finanziario s'intende "qualunque forma di raccolta di 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 sottostante".⁷⁰

Quindi la disciplina italiana applicabile in tale caso è quella relativa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari e risulta di conseguenza applicabile anche l'obbligo di redigere il prospetto informativo. Tale disciplina deriva dalla Direttiva Prospetto, relativa all'offerta al pubblico di valori mobiliari, la quale, in Italia, è stata estesa all'offerta al pubblico di prodotti finanziari.⁷¹ La CONSOB dichiara 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."⁷²

In Italia l'applicazione di tale disciplina non si è ancora concretamente discussa perché i prestiti ricevuti dai singoli *crowd-borrower* tramite le piattaforme, sono sempre stati di un ammontare inferiore a € 8 milioni e, in Italia, sono esenti dall'obbligo di prospetto quelle offerte dello stesso prodotto il cui corrispettivo totale in 12 mesi sia inferiore a € 8 milioni (cfr. CONSOB, 2019b, p.172).⁷³ Più in generale, in diversi Stati membri, l'ordinamento

⁶⁹ Come già visto, l'art. 1, comma 1, lett. u) t.u.f) definisce "prodotti finanziari": gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari".

⁷⁰ CONSOB, 2019b, p. 171.

⁷¹ L'art. 1, comma 1, lett. t), t.u.f.) definisce "offerta al pubblico di prodotti finanziari": 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".

⁷² CONSOB, 2019b, p. 172.

⁷³ Se invece si considerassero come offerenti le piattaforme, e non i singoli individui, e l'ammontare limite si riferisse quindi all'insieme delle offerte presenti sul portale, allora la situazione sarebbe problematica. Tuttavia, l'insieme delle offerte potrebbe difficilmente rispettare il vincolo di uguaglianza di prodotti.

giuridico prevede che il *lending marketplace* sia esentato dall'obbligo di prospetto informativo e questo è un grande segnale di mancanza di tutela degli investitori.

3.1.7 Disciplina in materia di offerta a distanza di prodotti finanziari

Alla luce delle precedenti considerazioni, qualificando le posizioni contrattuali dei *crowd-investor* come prodotti finanziari e identificando la promozione on-line di tali prodotti come offerta al pubblico, è individuabile una certa vicinanza all'ambito dell'offerta a distanza⁷⁴ di strumenti finanziari, servizi e attività di investimento. Questo settore è regolato dagli 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. Questi articoli sanciscono che l'attività di promozione e collocamento a distanza, dei sopracitati prodotti/servizi, sia riservata a banche, imprese di investimento, intermediari finanziari non bancari e SGR (Società di Gestione del Risparmio). La logica sottostante la disciplina è quella di tutelare gli investitori che potrebbero essere attratti dal grado di facilità nell'aderire a offerte a distanza, i quali potrebbero trovarsi in difficoltà nel comunicare con gli offerenti per eventuali problematiche, proprio a causa della distanza stessa.

Si potrebbe accogliere un'interpretazione più ampia che includa nelle categorie collocabili anche i prodotti finanziari, altrui e propri, non rivolti esclusivamente a investitori professionali. Distinguiamo due scenari; il primo in cui consideriamo le piattaforme come emittenti di prodotti finanziari e quindi trattasi di offerta di prodotti propri, il secondo in cui consideriamo i prodotti finanziari come emessi dai *crowd-borrower* e trattasi, quindi, di offerta di prodotti altrui. Nel primo caso, le piattaforme:

- dovrebbero essere autorizzate come banche o imprese di investimento;
- sarebbero assoggettate 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*)”.⁷⁵

⁷⁴ Art. 32, comma 1, t.u.f. “Per tecniche di comunicazione a distanza si intendono le 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.”

⁷⁵ CONSOB, 2019b, p. 177.

Nel secondo scenario, le piattaforme:

- dovrebbero essere qualificate come imprese di investimento o intermediari *ex art. 106 t.u.b.*, i quali hanno l'autorizzazione ad offrire servizi di collocamento;
- e anche in questo assoggettate alle regole di condotta previste per i servizi di investimento.

In conclusione, questa disciplina risulta difficilmente applicabile ai *lending marketplace* per tre motivi. Il primo è la necessaria presenza di presupposti non riconosciuti in maniera unanime, il secondo è il carico di complessità interpretativa a cui bisognerebbe far fronte e, infine, il terzo è che l'applicazione di tale disciplina richiederebbe di autorizzare le piattaforme come imprese di investimento e sarebbe adottata così com'è, senza particolari modifiche o adattamenti.

3.2 Applicabilità di ulteriori discipline

3.2.1 Disciplina antiusura

Attraverso le piattaforme di *lending marketplace* vengono stipulati dei contratti di credito che in quanto tali sono assoggettati alla disciplina antiusura. Questa affermazione deriva dall'art. 644, comma 1 del Codice Penale, il quale sancisce che “chiunque, fuori dei casi previsti dall'articolo 643 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, è punito con la reclusione da due a dieci anni e con la multa da euro 5.000 a euro 30.000.” Più in specifico, l'art. 644, al terzo comma afferma che “la legge stabilisce il limite oltre il quale gli interessi sono sempre usurari.” La legge del 7 maggio 1996 all'art. 2 stabilisce alcune integrazioni del quarto comma dell'art. 644 c.p.⁷⁶ prevedendo un sistema di rilevazione trimestrale dei tassi effettivi globali medi, classificati secondo le diverse categorie di operazioni di credito, in modo che ad ognuna corrisponda uno specifico tasso limite. Quindi si rilevano due problemi, il primo è che tra le categorie previste non è inclusa quella relativa ai prestiti concessi da privati mediante piattaforme, mentre il secondo sta nel fatto che le piattaforme non sono assoggettate all'obbligo di rilevazione trimestrale dei tassi, obbligo gravante in via esclusiva su banche e intermediari finanziari.

⁷⁶ L'art. 2, comma 1, l. 108/96 sancisce che “Il Ministro del tesoro, sentiti la Banca d'Italia e l'Ufficio italiano dei cambi, rileva trimestralmente il tasso effettivo globale medio, comprensivo di commissioni, di remunerazioni a qualsiasi titolo e spese, escluse quelle per imposte e tasse, riferito ad anno, degli interessi praticati dalle banche e dagli intermediari finanziari iscritti negli elenchi tenuti dall'Ufficio italiano dei cambi e dalla Banca d'Italia ai sensi degli articoli 106 e 107 del decreto legislativo 1 settembre 1993, n. 385, nel corso del trimestre precedente per operazioni della stessa natura. I valori medi derivanti da tale rilevazione, corretti in ragione delle eventuali variazioni del tasso ufficiale di sconto successive al trimestre di riferimento, sono pubblicati senza ritardo nella Gazzetta Ufficiale.” Al quarto comma si rileva 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.”

3.2.2 Normativa antiriciclaggio

L'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, ovvero la direttiva UE 2015/849 del 20 maggio 2015) individua i destinatari della normativa antiriciclaggio e le piattaforme FinTech non sembrano essere incluse. Di fatto è stato il legislatore italiano ad operare questa scelta, perché al primo paragrafo dell'art. 4 della IV Direttiva Antiriciclaggio si legge che “gli Stati membri provvedono a estendere, secondo un approccio basato sul rischio, in tutto o in parte, l'ambito di applicazione della presente direttiva ad attività professionali e categorie di imprese diverse dai soggetti obbligati di cui all'articolo 2, paragrafo 1, le quali svolgono attività particolarmente suscettibili di essere utilizzate a fini di riciclaggio di denaro o di finanziamento del terrorismo.”

Tuttavia, le piattaforme di *lending marketplace*, assumono particolari *status* regolamentari che le rendono soggette agli obblighi antiriciclaggio. Per esempio, “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 comunitari”.⁷⁷ In tal caso, non è rilevante se l'attività svolta sia regolata o meno perché gli obblighi antiriciclaggio vanno rispettati a prescindere.⁷⁸

Diverso invece il caso di piattaforme gestite da agenti di IP o IMEL comunitari, per le quali l'art. 43, comma 2, lett. a) del d.lgs. n. 231/2007, come modificato dal d.lgs. n. 90/2017, prevede che le procedure assicurino “l'individuazione, la messa a disposizione e l'aggiornamento di standard e 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, cui i soggetti convenzionati e gli agenti sono tenuti a conformarsi, al fine di consentire il corretto adempimento degli obblighi di cui al presente decreto da parte dei prestatori di servizi di pagamento o dell'istituto di moneta”. La responsabilità di controllare l'osservanza dei sopracitati standard spetta al “punto di controllo centrale” in Italia, preposto da IP e IMEL.

⁷⁷ CONSOB, 2019b, p. 192.

⁷⁸ Per esempio, l'obbligo di adeguata verifica della clientela deriva dal nascere di un qualsiasi rapporto continuativo, oppure l'obbligo di segnalazione di un'operazione sospetta si ha in tutti i casi in cui dalle informazioni a cui si ha accesso, a causa delle funzioni operate, emergano elementi di sospetto.

Si conclude che sia comunque necessaria la creazione di una normativa *ad hoc*, perché nel caso in cui la piattaforma non assuma alcun *status* regolamentare, per esempio perché non offre servizi regolati, risulterebbe completamente esonerata dalla normativa antiriciclaggio. Tale normativa dovrebbe essere redatta secondo il principio di proporzionalità previsto dall'art. 8, paragrafo 1 della direttiva secondo cui “gli Stati membri provvedono affinché i soggetti obbligati adottino opportune misure volte a individuare e valutare i rischi di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, tenendo conto di fattori di rischio compresi quelli relativi ai loro clienti, paesi o aree geografiche, prodotti, servizi, operazioni o canali di distribuzione. Tali misure sono proporzionate alla natura e alle dimensioni dei soggetti obbligati.”

Inoltre, “la Proposta di regolamento in materia di ECPS [...] 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’.”⁷⁹

⁷⁹ CONSOB, 2019b, p.193

3.2.3 Trattamento dei dati

Il contesto nel quale operano le piattaforme di *lending marketplace* è caratterizzato da un grande flusso di informazioni condivise, attraverso la libera e continua circolazione; si parla del cosiddetto *free flow of data*. In quest'ottica è importante cercare di tutelare la *privacy* dei dati che sono scambiati e utilizzati. L'art. 4, al paragrafo 1, della regolamentazione GDPR (*General Data Protection Regulation*) definisce i *personal data* come “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.” E' importante riportare questa definizione perché il trattamento dei dati personali è assoggettato al regolamento UE 2016/679, ovvero la regolamentazione GDPR (prima, in Italia si faceva riferimento al “Codice *Privacy*”, cioè al d.lgs. n. 196/2003), mentre il trattamento dei dati non personali è assoggettato al Regolamento UE 2018/1807 che permette una più libera circolazione di dati a livello europeo. Per quanto riguarda i *lending marketplace*, possiamo considerare come applicabile il Regolamento destinato ai dati non personali, oltre alle norme emanate con la PSD2.

Bisogna riconoscere che, per esempio nei servizi di *scoring* e nella valutazione del merito creditizio, l'utilizzo dei *soft data* dilaga sempre di più, pertanto si potrebbe forse applicare anche la GDPR. Il problema qui sta nel fatto che la GDPR, oltre a riferirsi esclusivamente a persone fisiche, è basata sul concetto di “autodeterminazione informativa dell'interessato”, il quale deve fornire il consenso informato ed espresso per l'utilizzo dei dati. Si tratta di un principio in forte contrasto con l'attuale *free flow of data*, anche considerando i fenomeni di *repurposing*⁸⁰ che prendono origine dalla massiva *Big Data Analysis*. La GDPR, in questo senso, risulta anche in contrasto con la spinta a favore dello scambio di informazioni prevista dalla PSD2.

⁸⁰ Quando l'individuo ha dato il suo consenso per l'utilizzo dei dati con una certa finalità, ma poi di fatto quei dati vengono utilizzati diversamente.

Si può concludere che l'attuale disciplina non risulta adeguata a regolare il trattamento dei dati basati su *big data* e su algoritmi automatizzati, “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.”⁸¹

⁸¹ CONSOB, 2019b, p.196.

3.2.4 Tutela della clientela

La disciplina ideale, riguardante la tutela della clientela, dovrebbe:

- eliminare la distinzione tra utenti consumatori e non;
- prevedere una verifica preventiva delle conoscenze e dell'esperienza, oltre che una verifica della correlazione tra l'impegno preso e la solidità patrimoniale e tra la propensione al rischio, il rendimento richiesto e l'orizzonte temporale, relativamente ai *crowd-borrower*;
- prevedere sistemi che possano assicurare la capacità di ripagare il prestito, evitando eccessivi indebitamenti;
- richiedere informazioni "sintetiche", in modo che non siano eccessivamente costose da produrre per i prenditori di fondi e che siano facilmente comprensibili per i datori di fondi;⁸²
- dichiarare la non applicabilità delle discipline di trasparenza previste per i servizi finanziari ai consumatori, in quanto si tratterebbe di contratti conclusi tra consumatori;⁸³ anche se sarebbe possibile identificare il contratto come concluso tra la piattaforma e il *crowd-borrower*;
- regolare quei soggetti che si fanno valutatori del merito creditizio dei prenditori di fondi e, nel caso in cui questi coincidano con le piattaforme stesse, valutare quali meccanismi adottare per evitare conflitti d'interesse^{84, 85}

⁸² Si potrebbe prendere spunto dal Regolamento PRIIPs che definisce quali siano le informazioni chiave dei prodotti d'investimento al dettaglio e dei prodotti assicurativi preassemblati.

⁸³ Inoltre nessuno eserciterebbe l'attività in modo professionale.

⁸⁴ In particolare, si potrebbe cercare di raggiungere una certa comparabilità tra le valutazioni di merito creditizio effettuate da diverse piattaforme.

⁸⁵ Conteggio parole: 12500.

CONCLUSIONE

In conclusione, il FinTech è un fenomeno la cui espansione non va rallentata, anzi va favorita per massimizzarne il potenziale di crescita. Il FinTech va considerato come un *asset* strategico, il quale, attraverso l'innovazione e la competizione, può rendere maggiormente efficace ed integrato l'attuale sistema finanziario, ampliando l'accesso ai mercati dei beni e dei servizi. Dall'altro lato però, comporta numerosi rischi in termini di tutela e protezione dei consumatori, riciclaggio del denaro ed eccessiva fiducia di merito creditizio. Non è possibile lasciare che la crescita di questo fenomeno faccia il suo corso; è necessario cercare di comprendere come regolamentarlo. Al momento, è stato solo possibile cercare di ricondurre le diverse categorie di imprese FinTech alle discipline tutt'ora vigenti.

Con questo elaborato, si è presentato il significato di FinTech, evidenziandone il carattere trasversale, la natura *cross border* e le ragioni del suo sviluppo, le quali trovano origine nella *digital disruption*. Il concetto di FinTech non può essere facilmente definito, infatti per farlo è stato necessario mettere in relazione tra loro una serie di diverse accezioni. Si è poi proceduto con la presentazione dei quattro settori principali dove il FinTech impatta maggiormente, cercando di offrire una panoramica generale delle regolamentazioni più rilevanti per ogni settore. In particolare, si è visto come le attività di reperimento delle risorse finanziarie siano raggiunte dalle discipline previste dal “Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line” della CONSOB e dalle “Disposizioni in materia di raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche” della Banca d'Italia. Relativamente alle attività di investimento, in particolare alla consulenza finanziaria, è stato importante comprendere come sia necessario fare riferimento alla MiFID II per la tutela dei consumatori. Infine, è emerso come la riforma PSD2 da un lato richieda a chi offre dei servizi di pagamento di farsi carico di grandi responsabilità per il trattamento e la tutela dei dati, dall'altro aiuti gli intermediari tradizionali ad adottare le nuove innovazioni tecnologiche, in vista del raggiungimento di una maggiore efficacia operativa. Nell'ultimo capitolo, si è condotta un'analisi giuridica di una categoria specifica, ovvero del *lending marketplace*; con l'obiettivo di individuare i punti nodali maggiormente discussi a livello normativo e di identificare quali siano le discipline più adeguate da applicare. Per ogni possibile disciplina applicabile vi sono

pro e contro; le specifiche tecnico-legislative sono molte e analizzarle in tutta la loro interezza risulta difficile. Pertanto, l'elaborato presenta una valutazione in termini generali delle discipline più facilmente applicabili; per giungere alla conclusione che non esiste una disciplina che possa essere applicata interamente al *lending marketplace* e che sia adeguata, completa e coerente con i rischi del settore. Questo risultato vale, non solo per la sopracitata categoria, ma anche per tutte le varie categorie di attività svolte dalle piattaforme FinTech. Di fatto, è arrivato il momento di dedicarsi alla creazione di una regolamentazione apposita e specifica, fatta su misura per i fenomeni che si stanno sviluppando. E' proprio questa la direzione verso la quale le varie autorità si stanno muovendo, e ciò emerge sia dalle proposte che vengono avanzate a livello europeo, sia dai numerosi "punti di raccolta" di informazione, analisi e confronto che stanno nascendo, completamente dedicati allo studio del FinTech.

BIBLIOGRAFIA

ARNER , D.W., J. BARBERIS e R.P. BUCKLEY, 2016. The evolution of fintech: new post-crisis paradigm. *Georgetown Journal of International Law*, vol. 47 (4), 1271-1320 [online]. Disponibile su <<https://hub.hku.hk/bitstream/10722/221450/1/Content.pdf>> [Data di accesso 2/10/2019].

BANCA D'ITALIA, 2016. Provvedimento n. 271 del 19/11/2016 recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche [online]. Disponibile su <<https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf>> [Data di accesso: 11/10/2019].

BANCA D'ITALIA, 2017. *Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari* [online]. Disponibile su <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/stat-banche-intermediari/Fintech_in_Italia_2017.pdf> [Data di accesso: 1/10/2019].

BCE, 2017. *Guide to Assessments of FinTech Credit Institution Licence Applications* [online]. Disponibile su <https://www.bankingsupervision.europa.eu/legalframework/publiccons/pdf/licensing_and_fintech/ssm_guide_on_assessment_for_licensing_of_fintech_credit_insts_draft.en.pdf> [Data di accesso: 9/10/2019].

BIS-BCBS, 2018. *Sound Practices. Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, Basel Committee on Banking Supervision [online]. Disponibile su <<https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>> [Data di accesso: 10/10/2019].

CARMELO BARBAGALLO, 2019. *Fintech: Ruolo dell'Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia*. Napoli, 8/02/2019. Disponibile su <<https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2019/barbagallo-08.02.2019.pdf>> [Data di accesso: 1/10/2019].

COMMISSIONE EUROPEA, 2015. Comunicazione della Commissione Europea per l'attuazione del Piano d'azione sulla c.d. *Capital Markets Union* (CMU), COM (15)468, finale (poi revisionata dalla Comunicazione COM (17)292, finale) [online]. Disponibile su <<https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2015/IT/1-2015-468-IT-F1-1.PDF>> [Data di accesso: 9/10/2019].

COMMISSIONE EUROPEA, 2017. Regolamento delegato (UE) 2017/565 della Commissione del 25 aprile 2016 che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32017R0565>> [Data di accesso: 15/10/2019].

COMMISSIONE EUROPEA, 2018. Comunicazione della Commissione Europea *FinTech Action plan: for a more competitive and innovative European financial sector*, COM (18)109, finale [online]. Disponibile su <https://ec.europa.eu/info/publications/180308-action-plan-fintech_en> [Data di accesso: 9/10/2019].

COMMISSIONE EUROPEA, 2018a. *Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECPS) for Business* dell'8 marzo 2018 [online]. Disponibile su <https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding_en> [Data di accesso: 30/10/2019].

CONSOB, 2016a. *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi* [online]. Disponibile su <<http://www.consob.it/documents/11973/219974/pp6.pdf/21a0f4f2-f541-44bd-8fa0-6f7c601447a3>> [Data di accesso: 10/10/2019].

CONSOB, 2016b. Regolamento CONSOB n. 16190 del 29 ottobre 2007 recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di intermediari [online]. Disponibile su

<<http://www.consob.it/documents/11973/65021/Regolamento+intermediari+n.+16160+del+29+ottobre+2007/4e7b839b-3dac-4cf4-9829-e53106e7ecde>> [Data di accesso: 10/10/2019].

CONSOB, 2017. Regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016 e dalla delibera n. 20204 del 29 novembre 2017 [online]. Disponibile su

<http://www.consob.it/cnbarchives/main/regolamentazione/tuf/storico_equity_crowdfunding/reg18592_2013_aggiornato_20204_2017.pdf> [Data di accesso: 10/10/2019].

CONSOB, 2018a. *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale* [online]. Disponibile su

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963#page=15> [Data di accesso: 1/10/2019].

CONSOB, 2018b. *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* [online].

Disponibile

su <http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_2.pdf/393fda04-de3b-4a56-b041-e87a2c9fcd54> [Data di accesso: 1/10/2019].

CONSOB, 2019a. *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari* [online]. Disponibile su

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_2.pdf/393fda04-de3b-4a56-b041-e87a2c9fcd54> [Data di accesso: 1/10/2019].

CONSOB, 2019b. *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?* [online]. Disponibile su

<http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2> [Data di accesso: 1/10/2019].

Dlgs. 13 agosto 2010, n.141 [online]. Disponibile su <<https://www.gazzettaufficiale.it/eli/id/2010/09/04/010G0170/sg>> [Data di accesso: 15/10/2019].

Direttiva del Parlamento Europeo 2015/2366/UE del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32015L2366>> [Data di accesso: 15/10/2019].

Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2003/71 del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2001/34/CE [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=celex%3A32003L0071>> [Data di accesso: 23/10/2019].

Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2011/61 dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi, che modifica le direttive 2003/41/CE e 2009/65/CE e i regolamenti (CE) n. 1060/2009 e (UE) n. 1095/2010 [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2011:174:0001:0073:IT:PDF>> [Data di accesso: 29/10/2019].

Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2014/17 del 4 febbraio 2014 in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010 [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32014L0017>> [Data di accesso: 18/10/2019].

Direttiva della Commissione Europea 2008/48 del 14 maggio 2014 relativa ai contratti di credito ai consumatori. [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52014DC0259&from=EN>> [Data di accesso: 15/10/2019].

EBA, 2015. *Opinion of the EBA on Lending-Based Crowdfunding* [online]. Disponibile su <<https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4>>

[d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1](https://www.esrb.europa.eu/en/press/pr/20150328EBAOpiniononlendingbasedCrowdfunding.pdf?retry=1)> [Data di accesso: 21/10/2019].

FERRARI, A., et al., 2016. *Il Sistema finanziario: funzioni, mercati e intermediari*. Quinta edizione. Torino: Giappichelli editore.

FSB, 2017. *Financial Stability Implications from FinTech, Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention* [online]. Disponibile su <<https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>> [Data di accesso: 9/10/2019].

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, 2017. *Big Data e Privacy*.

PWC, 2019. *Pillole di PSD: tutto ciò che ti serve sapere sulla nuova direttiva* [online]. Disponibile su <<https://www.pwc.com/it/it/industries/banking-capital-markets/psd2.html>> [Data di accesso: 15/10/2019].

Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio 2015/760 del 29 aprile 2015, relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A32015R0760>> [Data di accesso: 30/10/2019].

Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio 2016/679 del 27 aprile 2016 relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati e che abroga la direttiva 95/46/CE (regolamento generale sulla protezione dei dati) [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32016R0679>> [Data di accesso: 30/10/2019].

Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 345/2013 del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per il venture capital [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0345&from=EN>> [Data di accesso: 30/10/2019].

Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio n. 346/2013 del 17 aprile 2013 relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0018:0038:IT:PDF>> [Data di accesso: 30/10/2019].

Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio n. 1286/2014 del 26 novembre 2014 (UE) n. 1286/2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati [online]. Disponibile su <<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32014R1286>> [Data di accesso: 29/10/2019].

Sentenza del Tribunale Amministrativo Regionale Roma, Lazio, 12 dicembre 2009, in *Giur. Comm.*, 2011, II, p.422.

ZETZSCHE, D.A., ET AL., 2017. *From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance* [online]. Disponibile su <https://www.researchgate.net/publication/317999278_From_FinTech_to_TechFin_The_Regulatory_Challenges_of_Data-Driven_Finance> [Data di accesso: 2/10/2019].