



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA
DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"MARCO FANNO"

CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO

-TESI DI LAUREA-

"Il Peer-to-Peer Business Lending
nella crisi d'impresa"

RELATORE:
CH.MO PROF. Alberto Lanzavecchia

LAUREANDO:
Jacopo Zanchetta
Matricola n. 1108368

ANNO ACCADEMICO 2016 - 2017

Il candidato dichiara che il presente lavoro è originale e non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Il candidato dichiara altresì che tutti i materiali utilizzati durante la preparazione dell'elaborato sono stati indicati nel testo e nella sezione "Riferimenti bibliografici" e che le eventuali citazioni testuali sono individuabili attraverso l'esplicito richiamo alla pubblicazione originale.

Firma dello studente

In ricordo del mio caro nonno Tadeo...

Desidero ringraziare prima di tutto mia mamma Anna per tutto quello che mi ha insegnato e per essere sempre presente, soprattutto nei momenti più difficili. A lei va un caloroso abbraccio. Ringrazio poi il resto della mia famiglia e tutti gli amici che ho conosciuto a Padova, i quali hanno reso questi due anni un'esperienza indimenticabile. Un ringraziamento particolare va ad Alice che, dopo tutto, mi sopporta e mi vuole ancora bene. Infine, ringrazio il professor Lanzavecchia per avermi concesso l'opportunità di approfondire un tema così attuale ed interessante.

INDICE

INTRODUZIONE.....	9
Capitolo I- IL FENOMENO DEL P2P LENDING E LE PRINCIPALI ESPERIENZE INTERNAZIONALI	15
I.1 Quadro generale	16
I.2 Fattori critici di successo e rischi.....	18
I.3 Regno Unito e Stati Uniti, i paesi <i>first mover</i>	22
I.3.1 Piattaforme <i>made in UK</i> : Zopa e Ratesetter	22
I.3.2 Piattaforme <i>made in USA</i> : Prosper e Lending Club.....	26
I.3.3 Normativa anglosassone e statunitense a confronto	29
I.4 I paesi <i>early follower</i> : Francia e Germania	33
I.4.1 Younited Credit e la normativa francese	33
I.4.2 Auxmoney e la normativa tedesca	35
Capitolo II- IL P2P LENDING IN ITALIA.....	37
II.1 Le principali piattaforme italiane	38
II.1.1 Smartika	38
II.1.2 Prestiamoci	41
II.1.3 Terzo Valore	43
II.1.4 BorsadelCredito.it	44
II.2 La normativa italiana	47
II.2.1 Aspetti fiscali.....	51

II.2.2 Problematiche e spunti di riflessione	53
Capitolo III- IL P2P BUSINESS LENDING NELLA CRISI D'IMPRESA	59
III.1 Le procedure risolutorie della crisi d'impresa	65
III.1.1 Il piano attestato di risanamento.....	66
III.1.2 L'accordo di ristrutturazione dei debiti	69
III.1.3 Il concordato preventivo in continuità aziendale.....	76
III.2 L'organizzazione del finanziamento <i>online</i>	80
III.2.1 La domanda presso la piattaforma.....	81
III.2.2 Il fallimento dell'impresa debitrice o della piattaforma	85
III.2.3 Analisi delle procedure risanatorie dal punto di vista della rischiosità per il finanziatore.....	86
III.3 Il <i>DIP Financing</i> nel Bankruptcy Code statunitense	96
CONCLUSIONI.....	103
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI e SITOGRAFIA	106
RIFERIMENTI NORMATIVI	114

INTRODUZIONE

«Non possiamo pretendere che le cose cambino, se continuiamo a fare le stesse cose. La crisi è la più grande benedizione per le persone e le nazioni, perché la crisi porta progressi. La creatività nasce dall'angoscia come il giorno nasce dalla notte oscura. E' nella crisi che sorge l'inventiva, le scoperte e le grandi strategie. Chi supera la crisi supera sé stesso senza essere 'superato'.

Chi attribuisce alla crisi i suoi fallimenti e difficoltà, violenta il suo stesso talento e dà più valore ai problemi che alle soluzioni. [...] Senza crisi non ci sono sfide, senza sfide la vita è una routine, una lenta agonia. Senza crisi non c'è merito. E' nella crisi che emerge il meglio di ognuno, perché senza crisi tutti i venti sono solo lievi brezze. [...] Finiamola una volta per tutte con l'unica crisi pericolosa, che è la tragedia di non voler lottare per superarla».

ALBERT EINSTEIN

L'elaborato si apre con una citazione di Einstein tratta da *"Il mondo come io lo vedo"*, un saggio pubblicato nel 1934 a ridosso della più grande crisi economico-finanziaria del XX secolo, la Grande Depressione. Pochi avrebbero saputo riassumere in maniera migliore, di come Einstein ha saputo fare, quanto un periodo di crisi possa contribuire al progresso. Infatti, è appunto in circostanze di crisi che gli individui sviluppano un'ammirevole creatività ed un ingegno tali da consentirgli di superare la condizione di disagio in cui si trovano o, per lo meno, di migliorarla, attraverso la realizzazione di stupefacenti innovazioni tecnologiche e tecniche.

Nel periodo 2008-2010 le maggiori economie del pianeta hanno affrontato una severa crisi finanziaria, causata da un'eccessiva deregolamentazione del sistema finanziario americano che ha favorito il *trading* di prodotti speculativi molto rischiosi, e culminata con uno dei fallimenti bancari più celebri della storia recente: Lehman Brothers. La diffusione degli effetti negativi nell'economia reale globale è stata favorita dagli stretti legami economico-finanziari che intercorrono tra gli Stati Uniti e l'Europa. Inoltre, la crescente volatilità dei mercati (l'indice VIX S&P500 ha raggiunto punte tra 60 e 80 nell'ottobre del 2008¹) ha messo in seria difficoltà la gestione delle attività finanziarie e dei debiti sovrani di numerosi paesi europei, su tutti la Grecia, portandola al *default* nel 2011. A fine 2016, se da un lato buona parte delle

¹ Fonte: Yahoo!Finance

economie coinvolte dalla crisi sono riuscite a centrare l'obiettivo della crescita e stanno ottenendo risultati incoraggianti sul fronte dell'occupazione², dall'altro i consumi e gli investimenti soffrono ancora delle conseguenze negative causate da un periodo prolungato di recessione³.

Il termine inglese *credit crunch* viene comunemente utilizzato per identificare quel fenomeno, attribuibile a numerose cause⁴, che ha visto le banche diminuire drasticamente l'ammontare di risorse da destinare, sotto forma di finanziamenti, alle famiglie ed alle imprese, specialmente di piccole e medie dimensioni (PMI). Solo in Italia negli ultimi anni il numero di imprese che si sono viste negare un prestito è passato dal 35,8% al 71%⁵. In risposta a questa carenza di liquidità, che ha contribuito pesantemente all'aumento della disaffezione verso il sistema bancario tradizionale, sono proliferate sul *web* numerose piattaforme di *crowdfunding*, sulle quali privati cittadini effettuano prestiti, normalmente di piccoli importi, a favore di altri privati (c.d. *P2P consumer*) oppure di imprese (c.d. *P2P business*). Va precisato però che il mondo del *crowdfunding* è piuttosto variegato⁶ ed in costante sviluppo, pertanto il *peer-to-peer lending* (o *social lending*) ne rappresenta solo una delle tante sfaccettature.

Le piattaforme *P2P lending* connettono fundamentalmente due categorie di individui: i *borrower*, cioè coloro che sono alla ricerca di un prestito e, nella maggior parte dei casi, sono esclusi dal settore creditizio tradizionale poiché privi di sufficienti garanzie, e i *lender*, cioè coloro che al contempo sono mossi sia da un interesse solidale sia da interesse speculativo, poiché attratti dall'opportunità di ottenere rendimenti più elevati rispetto alle classiche tipologie di investimento a basso rischio.

² Negli USA nel quarto trimestre del 2014 il tasso d'occupazione è salito oltre il 68% (fonte OCSE). Disponibile al sito: <http://www.oecdbetterlifeindex.org/it/countries/united-states-it/>

L'Eurostat ha calcolato che nel triennio 2012-2014 il tasso d'occupazione dei 28 paesi UE è aumentato da 64,1% a 64,9% mentre quello dell'Eurozona da 63,7% a 63,9%. Disponibile al sito:

[http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Employment_rate_age_group_15%E2%80%9364_2004%E2%80%9314_\(%25\)_YB16.png](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/File:Employment_rate_age_group_15%E2%80%9364_2004%E2%80%9314_(%25)_YB16.png)

³ Il tasso d'inflazione nell'area euro nel 2015 è stato pari a 0% contro un +0,4% del 2014. Disponibile al sito:

http://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tec00118&tableSelection=1&footnote_s=yes&labeling=labels&plugin=1

⁴ Si pensi all'introduzione delle regole di Basilea III che impongono alle banche di accantonare *buffer* di denaro molto alti in via prudenziale, piuttosto che riversare quel denaro nell'economia reale. Ancora, l'aumento dei tassi di *default* di consumatori e imprese che hanno prodotto miliardi di *non performing loans* nei bilanci bancari.

⁵ BAROLONI M., *La morsa del credit crunch: in quattro anni 100 miliardi di mancato credito per le Pmi*, Il Sole 24 Ore, 20 gennaio 2015.

⁶ L'EBA, oltre al modello *lending-based*, identifica generalmente altre tre macro tipologie di *crowdfunding*:

-Il modello *donations* che può essere paragonato ad un atto di beneficenza, poiché colui che trasferisce il denaro non riceve nulla in cambio.

-Il modello *rewards* nel quale le ricompense sono di natura non finanziaria.

-Il modello *investment-based* dove a fronte di un contributo economico si offre o una partecipazione (*equity-based*) oppure una percentuale sugli utili di bilancio (*profit-sharing*).

Ciò che rende tali piattaforme così attraenti è principalmente la disintermediazione⁷, ossia la possibilità per le due controparti di concludere un contratto di prestito senza la mediazione di un operatore finanziario specializzato. Questa innovazione, a dir poco dirompente, è frutto di quel processo di digitalizzazione innescato dalla rete, che tende a rimodulare quelli che una volta erano i meccanismi tradizionali del *business* del credito. Nessun settore dell'economia ne è rimasto o ne rimarrà immune. L'assenza di un intermediario specializzato consente pertanto di abbattere i costi di struttura e di eludere la gravosa normativa post-crisi in materia di patrimonializzazione imposta agli istituti di credito. Tuttavia, in questo modo si aprono alcune delicate questioni, a cui il legislatore è chiamato a rispondere: come gestire le asimmetrie informative tra richiedenti e finanziatori? Oppure, come garantire una tutela sufficiente ai risparmiatori che affidano il proprio denaro ad un soggetto diverso da una banca?

Inoltre, il *P2P lending* porta con sé una novità che non bisogna sottovalutare, ossia l'opportunità di scegliere i progetti e le iniziative da sostenere, offrendo quindi un stimolo maggiore ai finanziatori che si trovano così ad investire direttamente nell'economia reale.

Per affrontare questo argomento, l'elaborato è articolato in tre capitoli: il primo è dedicato all'analisi sia dei fattori critici di successo del fenomeno, sia dei rischi riscontrabili in capo ai protagonisti coinvolti in questo tipo di transazioni (i finanziatori, i prenditori ed le piattaforme stesse). In seguito vengono descritte le caratteristiche peculiari dei diversi *business model* adottati dalle maggiori piattaforme presenti sui mercati internazionali, parallelamente alla disamina delle rispettive legislazioni più avanzate. Viene approfondita *in primis* la disciplina britannica *tailor-made*, appositamente creata dall'autorità nazionale per regolamentare le piattaforme *P2P*, *in secundis* quella statunitense, tradizionalmente mercato-centrica che disciplina le piattaforme secondo la materia delle *securities*, *in tertiis* quella francese, simile per certi versi alla normativa italiana e quindi più incline alla prudenzialità ed ai requisiti patrimoniali di sicurezza, ma recentemente aggiornata con norme più rigide sulla trasparenza, ed infine la legislazione tedesca che risulta essere ancora *in fieri*.

Conclusa la parte descrittiva delle esperienze internazionali, utile anche per evidenziare quelle che sono le specificità culturali e sociali dei vari paesi, il secondo capitolo si concentra sull'analisi delle piattaforme italiane e della normativa a cui sono soggette, contenuta nel Testo Unico Bancario (TUB). Il legislatore italiano, dopo aver recepito la Direttiva europea n. 2007/64/CE mediante il d.lgs. 27 gennaio 2010 n.11, offre agli operatori *P2P* italiani la

⁷ Il termine *peer-to-peer* ha origine nel settore dei collegamenti di rete e descrive un network dove ogni singolo computer può agire come *client* o con *server* verso gli altri computer del network, senza che però ci sia la necessità di collegarsi ad un server centralizzato. Internet è un network *P2P*. In EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, 26 febbraio 2015.

possibilità di scegliere tra la forma di istituto di pagamento e quella di intermediario finanziario non bancario, quest'ultima caratterizzata da una maggior controllo da parte dell'autorità di vigilanza. Tuttavia, a differenza dell'*equity-based crowdfunding*⁸, purtroppo non esiste ancora un regolamento specifico sul *P2P lending*. Infine nella parte conclusiva del capitolo vengono evidenziate le problematiche e le lacune della normativa vigente, suggerendo alcune possibili modifiche.

Il terzo capitolo, basandosi sull'analisi delle tre procedure risolutorie della crisi d'impresa (piano attestato di risanamento, accordo di ristrutturazione dei debiti e concordato preventivo in continuità aziendale) e sulle novità legislative introdotte negli ultimi anni in materia di finanziamento alle imprese in difficoltà, propone l'utilizzo di un prestito, veicolato su una piattaforma di *P2P business lending*, nell'ambito di una ristrutturazione aziendale.

Il successo di un programma di riorganizzazione aziendale dipende dalle capacità dell'imprenditore di negoziare con i creditori un accordo mutualmente soddisfacente, ma soprattutto dalla possibilità di avere accesso a nuove risorse finanziarie. In un periodo storico in cui le banche faticano a erogare liquidità, le imprese sono dunque costrette a considerare nuove opportunità e le piattaforme di *P2P business lending* possono diventare un interessante mezzo per ottenere del credito.

I tempi molto brevi di erogazione e i tassi d'interesse contenuti rendono il *P2P business lending* molto attraente per tutte quelle imprese che necessitano di reperire risorse fresche per implementare un piano di rilancio che abbia un minimo di probabilità di successo. Alla raccolta *online* di fondi viene ipotizzato che possano partecipare tutti gli *stakeholder* aziendali, in virtù dell'interesse economico che nutrono nei confronti dell'impresa. Nulla esclude tuttavia che anche finanziatori esterni decidano di aderire al progetto.

Del resto il tema è molto attuale: il decreto c.d. "Finanza per la crescita 2" ha introdotto i Piani Individuali di Risparmio (PIR), che dovrebbero aiutare a indirizzare parte del risparmio privato verso l'economia reale. E' previsto, infatti, che almeno il 21% del portafoglio sia investito in strumenti finanziari emessi da società diverse da quelle incluse nell'indice di borsa FTSE MIB⁹.

Il terzo capitolo si chiude con un breve approfondimento sul tema del *DIP Financing* americano, utile per confrontare la normativa italiana in tema di finanziamenti alle imprese in crisi con quella applicata negli Stati Uniti, dove si è sviluppato un mercato di operatori specializzati nella ricerca di risorse finanziarie per imprese che accedono al Chapter 11.

⁸ CONSOB, *Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line*, delibera n.18592 del 26 giugno 2013.

⁹ D'ANGERIO V., *Corcos: «Piani di risparmio? Siamo pronti»*, Il Sole 24 Ore, 24 ottobre 2016.

La tesi termina con una breve conclusione, nella quale vengono illustrati i risultati ottenuti attraverso l'analisi della normativa, cercando di trovare la migliore collocazione per questo tipologia innovativa di finanziamento.

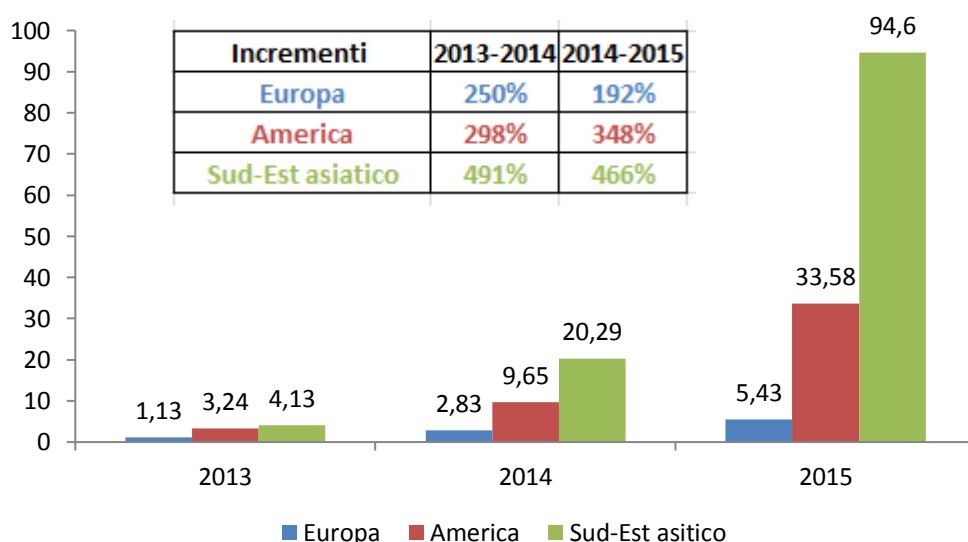
Capitolo I

IL FENOMENO DEL P2P LENDING E LE PRINCIPALI ESPERIENZE INTERNAZIONALI

Nonostante le piattaforme *online* di finanza alternativa siano un fenomeno relativamente recente, in pochi anni hanno raggiunto un volume d'affari rilevante, trainate da tassi di crescita a tripla cifra in quasi tutti i continenti. L'Università di Cambridge¹⁰ ha calcolato che nel 2015 il settore della finanza alternativa nelle regioni delle Americhe e del Sud-Est asiatico ha raggiunto un giro d'affari rispettivamente di 33,5 mld e di 94,6 mld di euro. Mentre il *marketplace* europeo, riporta l'università britannica, si è fermato a 5,4 mld di euro, sebbene la quota sia quasi raddoppiata rispetto all'anno precedente.

Se nelle Americhe e nel Sud-Est asiatico gli Stati Uniti e la Cina rappresentano i due mercati dominanti, nel vecchio continente il paese *leader* è indiscutibilmente il Regno Unito, che vanta un mercato interno di ben 4,4 mld di euro. Da un'analisi più approfondita delle singole categorie si evidenzia che il *P2P consumer* ed il *P2P business* nell'Europa continentale (UK esclusa) hanno movimentato rispettivamente 366 mln di euro e 212 mln di euro, con una crescita media nel triennio 2013-2015 del 54% e del 131%.

Figura 1: volumi monetari (in miliardi) di finanza alternativa, suddivisi per macroregione



Fonte: Cambridge University (2016)

¹⁰ CAMBRIDGE UNIVERSITY, *Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, settembre 2016.

I.1| Quadro generale

Gli storici dell'economia ritengono che le prime forme moderne di prestiti sociali possano farsi risalire a cavallo tra il XVIII e il XIX secolo, quando durante la rivoluzione industriale nacquero in Gran Bretagna alcune associazioni a scopo mutualistico, che aiutavano i partecipanti a condividere risorse e rischio, chiamate Friendly Societies. Il settore divenne così rilevante da richiedere una regolamentazione a livello nazionale e così nel 1793 il governo inglese promulgò il Friendly Societies Act¹¹.

Non a caso la prima piattaforma *online* di *P2P lending* è stata lanciata sul mercato britannico nel 2005, ma col sopraggiungere della recente crisi finanziaria, si è innescato in breve tempo un processo di diffusione che ha interessato dapprima il mercato statunitense, poi quello dell'Europa continentale ed infine più recentemente il Sud-Est asiatico. In Australia tali piattaforme sono presenti dal 2007, ma il settore è immaturo e di scarsa importanza¹².

Sebbene le piattaforme di *P2P lending* siano caratterizzate da un'elevata eterogeneità, anche dal punto di vista della *disclosure*, è possibile individuare alcuni tratti peculiari che consentono di distinguere i seguenti *business model*:

- *client segregated account*,
- *notary*
- *guaranteed return*.

Nell'ambito del primo modello, la piattaforma funge sostanzialmente da mezzo per l'incontro virtuale di prestatori e richiedenti. I fondi dei primi vengono raccolti in un conto corrente, acceso presso una banca autorizzata, fuori dalla disponibilità della piattaforma. Essendo un patrimonio separato dalla piattaforma, in caso di suo fallimento, i rapporti patrimoniali tra finanziatori e debitori non ne sarebbero coinvolti¹³. Con questa tipologia di organizzazione la

¹¹EVERETT C. R., *Group membership, Relationship Banking and Loan Default Risk: The Case of Online Social Lending*, in *Banking and Finance Review*, dicembre 2015.

¹²FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Bancaria Editrice, Roma, 2016, p. 19

¹³ In alcune piattaforme i *lenders* scelgono in autonomia i progetti da finanziare basandosi sulle descrizioni fornite dai debitori e sulle informazioni aggiuntive presenti sul sito. In altre è la stessa piattaforma che si occupa del *matching* tra domanda e offerta in base alle preferenze espresse dal finanziatore (durata, ammontare, tasso d'interesse). Un'altra variante ancora consiste nel concedere la discrezionalità al prestatore di decidere quanto prestare e in aggiunta anche a quali categorie di rischio creditizio, ma è poi la piattaforma a frammentare la provvista di denaro messa a disposizione in tante piccole quote da destinare ad un numero altrettanto elevato di progetti, al fine di ottimizzare la diversificazione del portafoglio. Il meccanismo si complica ulteriormente quando ad elargire il prestito è un *trust/comunione*, alla quale partecipano tutti i finanziatori di un certo progetto e di conseguenza ciascuno deterrà quote partecipative in diversi *trust* corrispondenti ai vari progetti finanziati e i riceventi saranno debitori solo dei *trust/comunioni*.

Alcune di queste piattaforme si distinguono, inoltre, per la loro co-partecipazione al prestito attraverso finanza propria oppure perché mettono a disposizione degli utenti la consulenza di esperti analisti.

piattaforma non si assume nessun rischio di credito, poiché il contratto di mutuo viene stipulato esclusivamente tra il prenditore ed il finanziatore.

Anche nel modello *notary*, in uso soprattutto negli USA, le piattaforme mettono in contatto prestatori e richiedenti, ma qui il prestito viene prima erogato da una banca autorizzata, che poi lo rivende alla piattaforma, la quale lo acquista col denaro raccolto dai partecipanti e contestualmente emette un certificato a favore di ciascun prestatore per il valore corrispondente alla parte di prestito effettivamente finanziata. In alcuni paesi tali certificati sono equiparati alle *securities*. Con questo tipo di sistema in caso di inadempimento da parte del debitore, o peggio ancora di *default*, il prestatore può far valere i suoi diritti solo ed esclusivamente nei confronti della piattaforma che ha emesso i valori mobiliari.

L'ultimo modello esalta il ruolo di intermediario della piattaforma. I fondi raccolti presso il pubblico vengono accantonati in specifici depositi, in attesa di essere erogati sotto forma di finanziamenti ai richiedenti, viene poi retrocesso agli investitori un tasso di remunerazione garantito determinato sulla base del rischio di credito del debitore. Una prima variante di tale modello prevede la ricerca/sollecitazione e lo *screening* dei potenziali investitori al di fuori della piattaforma *online*: espletate queste fasi, il progetto di finanziamento è inserito e diffuso attraverso la piattaforma. Questo modello è particolarmente apprezzato in quei paesi dove l'offerta di denaro risulta nettamente maggiore rispetto alla domanda, la Cina ne è un esempio. La seconda variante è rappresentata dalla previsione di un algoritmo automatizzato di investimento delle somme raccolte dai finanziatori: tali investimenti sono remunerati secondo tassi predefiniti e crescenti in base alla durata dell'investimento.

Infine, a prescindere dal *business model* adottato, il grado di protezione contro il rischio di credito offerto ai finanziatori può essere considerato un ulteriore fattore discriminante. Le piattaforme possono, infatti, essere sprovviste di qualsiasi forma di tutela del finanziatore (*unsecured platform*), oppure richiedere al debitore una garanzia reale o personale (*secured platform*), oppure infine possono prevedere la costituzione di un fondo di mitigazione del rischio al quale i finanziatori potranno accedere in caso il debitore riscontrasse delle difficoltà nella restituzione del prestito (*protected platform*).

I quattro paesi analizzati in questo capitolo sono raggruppati in due blocchi: Regno Unito e Stati Uniti rappresentano i *first mover*, mentre Francia e Germania gli *early follower*. L'Italia, che insieme ai paesi mediterranei fa parte dei *follower*, viene trattata nel capitolo successivo.

I.2| Fattori critici di successo e rischi

Il *P2P lending* è stato protagonista di una crescita talmente rapida¹⁴ che ha attirato in breve tempo l'attenzione di accademici ed esperti del settore bancario, i quali hanno incominciato a studiarne i meccanismi di funzionamento, individuandone i fattori critici di successo ma anche i rischi connessi. Oltre alle congiunture economiche favorevoli e all'utilizzo di internet che facilita la disintermediazione, consentendo agli utenti di accordarsi senza la necessità che un professionista interceda tra di loro, le piattaforme vantano degli elementi competitivi che preoccupano non poco le imprese *incumbent* del settore creditizio.

Il primo vantaggio si riscontra nell'offerta di una remunerazione del capitale più interessante rispetto a quella che, di consueto, gli istituti di credito offrono sui depositi oppure sugli investimenti tradizionalmente sicuri. Infatti, il rendimento medio per un portafoglio di *social lending* sufficientemente diversificato si attesta sul 6-7% lordo¹⁵. Tali rendimenti non sono al momento replicabili da un investimento obbligazionario¹⁶, a causa dell'eccesso di liquidità determinato dalla politica monetaria della BCE, che ha fatto scendere drammaticamente i tassi d'interesse.

Figura 2: tasso medio all'emissione dei titoli di Stato



Fonte: MEF

¹⁴ Morgan Stanley Research prevede che il *P2P lending* catturerà il 10% del mercato creditizio statunitense nel 2020 e raggiungerà un volume globale pari a 150-490 miliardi di dollari, in MORGAN STANLEY, *Can P2P Lending Reinvent Banking?*, 17 giugno 2015.

¹⁵ GAD. P., *Se presti soldi ad altri privati il guadagno arriva al 7%*, in Corriere Economia, 10 ottobre 2016.

¹⁶ Il rendimento del *bund* tedesco (rating AAA) a 10 anni è 0,22% e quello del *btp* italiano (rating BBB-) è 2,09% (accesso in data 23 novembre 2016 al portale di Finanza&Mercati de Il Sole 24 Ore).

Un altro aspetto tecnico negativo è costituito dal *size premium*, che determina un rendimento inversamente proporzionale alle dimensioni dell'emittente. Inoltre, esiste un ulteriore fattore penalizzante che è il premio alla trasparenza: investendo in *bond* di società quotate è noto *ex ante* l'uso che ne verrà fatto e quindi con la riduzione dell'asimmetria informativa il rendimento cala. Infine, a differenza delle obbligazioni, il *P2P lending* è decorrelato rispetto all'andamento dei mercati quotati e pertanto non risente della loro volatilità¹⁷.

L'organizzazione dell'incontro tra domanda e offerta di capitali *online* favorisce notevolmente il contenimento dei costi amministrativi, che al contrario incidono pesantemente sul ROI dei bilanci bancari. Non ci sono né filiali né personale di sportello e la gestione della piattaforma è affidata ad un organico ristretto di professionisti. In aggiunta, l'attività di contatto tra i *lender* e i *borrower* viene esercitata senza margini di interesse, ma attraverso la richiesta di commissioni di intermediazione.

Un altro punto di forza delle piattaforme è il fatto di offrire l'accesso al credito a quelle fasce di popolazione che altrimenti sarebbero emarginate dal mondo creditizio tradizionale degli intermediari finanziari, poiché spesso prive di sufficienti garanzie. Da un lato le PMI beneficiano della possibilità di ridurre la dipendenza dal canale bancario, dall'altro i privati evitano l'imbarazzo di doversi appellare a parenti o amici per la fornitura di garanzie personali. Tutto ciò garantendo tassi concorrenziali, in media del 2-3%, inferiori rispetto a quelli applicati dagli istituti di credito¹⁸.

In effetti ci sono tutti i presupposti per definire le piattaforme *P2P lending* delle *disruptive innovation* del settore creditizio. Uno studio¹⁹ condotto in Germania ha rivelato il potenziale distruttivo nel lungo periodo delle piattaforme, che attualmente insidiano quote di mercato sia alle banche *retail* sia alle banche *online* proprio nel segmento di clientela che riguarda i richiedenti. Le banche *online* sembrerebbero essere quelle più simili alle piattaforme *P2P*, ma avendo *switching costs* molto bassi e prestiti trasferibili, non hanno la possibilità di trattenerne facilmente la clientela. Mentre, le casse di risparmio e le banche popolari, che per ora non hanno perso clientela ritenuta da esse profittevole, sono preoccupate dalla possibilità che le piattaforme *P2P lending* possano incrementare l'ammontare massimo dei prestiti e puntare ai clienti *corporate*, sui quali si basano i maggiori profitti delle banche *retail*.

Un ulteriore elemento positivo di cui le piattaforme possono fregiarsi è il fatto di offrire ai finanziatori la possibilità di sostenere, in prima persona, iniziative e progetti dell'economia

¹⁷ FEDI G. G., *Per gli investitori ritorni più generosi rispetto ai bond*, Il Sole 24 Ore, 11 luglio 2016.

¹⁸ PETRUCCIANI G., *Prestiti meno cari sulle piattaforme*, Il Sole 24 Ore, 11 luglio 2016.

¹⁹ PUR S. ET AL., *How to Analyze the Disruptive Potential of Business Model Innovation in Two-Sided Markets?: The Case of Peer to Peer Lending Marketplaces in Germany*, Portland International Conference on Management of Engineering & Technology (PICMET), luglio 2014.

reale. Questa componente etica manca del tutto negli intermediari finanziari che tendono a basarsi quasi esclusivamente sui criteri di solvibilità del cliente, piuttosto che sulla bontà del progetto. E anche quando è presente la sensibilità della banca quale attore per lo sviluppo del contesto economico-sociale in cui opera, come nel caso del credito cooperativo, quasi mai²⁰ il risparmiatore ha la possibilità di tracciare l'uso del suo capitale e verificarne l'impatto sulla società. Tuttavia, va precisato che questa connotazione "sociale" dei prestiti è stata parzialmente attenuata dalla graduale presenza di investitori istituzionali (vedi USA), che hanno sostituito gran parte dei prestatori privati.

Infine, l'ultimo pilastro su cui si basano le fortune del *social lending*, ma più in generale di tutto il *crowdfunding*, è la tecnologia innovativa. Le banche spendono buona parte del loro *budget* annuale per la manutenzione del sistema esistente, piuttosto che progettarne uno alternativo. Secondo un report²¹ di Celent nel gennaio 2012 le banche avevano previsto di destinare il 77,6% delle risorse a *budget* tecnologico appunto per la manutenzione. Come se non bastasse, le banche *retail*, data la loro capillarità, hanno difficoltà a sostituire il loro sistema tecnologico anche a causa delle infrastrutture che sono state costruite a supporto e del costo di formazione dei dipendenti in caso di una sua sostituzione.

Le start-up del credito sfidano le banche tradizionali usando una tecnologia all'avanguardia, che sfrutta le potenzialità del *web 2.0* (*social networks in primis*), senza la necessità di doversi appoggiare alla vecchia tecnologia. Di conseguenza riescono ad offrire un servizio economico, comodo e veloce sia per i debitori, attraverso un processo di *application* molto semplice ed una risposta rapida e trasparente, sia per i finanziatori che hanno a disposizione un portale dedicato per gestire il loro prestito ed essere aggiornati in tempo reale sullo *status* dell'investimento²². Infine, questa nuova tecnologia consente di diversificare la provvista di denaro su più progetti, anche automaticamente, in modo da ridurre al minimo il rischio di perdita del capitale.

L'analisi non è completa, però, senza un elenco dei maggiori rischi in cui possono incorrere le parti coinvolte in questo procedimento. Innanzitutto, dal punto di vista dei debitori la pubblicazione di informazioni personali (*hard e soft*) potrebbe avere degli effetti negativi sulla *privacy*. Tra l'altro Bohme e Potzsch hanno dimostrato che per i *business loan* l'inserimento di informazioni personali sui componenti della famiglia, in media consente di

²⁰ In Italia, sono poche banche cooperative forniscono servizi di selezione e tracciabilità dell'uso del risparmio raccolto. Si veda: www.ethicalbanking.it e www.bancaetica.it

²¹ CELENT, *IT Spending in Banking: a Global Perspective*, 2012

²² ECRI, *The Business Models and Economics of Peer-to-peer lending*, maggio 2016.

ottenere condizioni più vantaggiose in termini di interessi (quasi il 2% in meno)²³. In aggiunta, essi corrono il rischio che la piattaforma, o chi per suo conto, adotti metodi di recupero crediti aggressivi e/o vessatori.

Per quanto riguarda i finanziatori, i quali sono soggetti ad una pubblicità che probabilmente tende più a enfatizzare gli alti rendimenti piuttosto che palesare chiaramente quelli che sono i rischi insiti in questi strumenti, possono perdere il capitale investito per il fallimento della piattaforma o per inadempimento dei debitori. Infatti, non essendo qualificato come un deposito le piattaforme non sono vincolate a requisiti patrimoniali minimi o altri strumenti di vigilanza prudenziale e non sempre nel contratto è inserita una clausola che, in caso di fallimento della piattaforma, preveda la surroga di un secondo operatore in veste di *back-up service*.

Un punto cruciale su cui le piattaforme hanno ricevuto parecchie critiche è la verifica delle informazioni fornite dai richiedenti²⁴. Questo comportamento può avere una duplice motivazione: da un lato per non appesantire i costi, dall'altro le piattaforme sono spesso escluse dalla responsabilità in caso di posizioni insolventi. Tuttavia, il *trend* è stato prontamente invertito e ora tutte le piattaforme più grandi si affidano a una o più centrali rischi per passare al setaccio la storia creditizia degli utenti e contemporaneamente ne verificano l'identità²⁵.

Un rischio collegato a quello poc'anzi descritto, è la possibilità di essere influenzati nella scelta dei progetti da sostenere da pregiudizi sugli *hobby*, sull'etnia oppure sul sesso dei richiedenti, il tutto portando i finanziatori a compiere delle scelte irrazionali²⁶.

Dato che si tratta di un procedimento condotto esclusivamente *online*, sono sempre presenti il rischio di frode informatica che si concretizza con il furto dell'identità (*phising*) ed il rischio di riciclaggio di denaro proveniente da attività illecite²⁷.

In conclusione, ad oggi, anche qualora si manifestassero tutti i citati rischi, non sembra ci siano i presupposti per paventare un potenziale rischio sistemico, poiché il *P2P lending* rappresenta solo lo 0,01% del credito originato dalle banche. Tuttavia, emerge un dato sorprendente dalle rilevazioni effettuate in Gran Bretagna dall'European Credit Research Institute: il *P2P business lending* ha raggiunto nel 2015 il 13% del totale dei prestiti elargiti

²³ BOHME R. e POTZSCH S., *Privacy in Online Social Lending*, AAAI Spring Symposium on Intelligent Privacy Management, Palo Alto, pag. 23-28, 2010.

²⁴ Prosper e Lending Club è stato dimostrato che controllavano rispettivamente in media il 40% e il 60% dei dati.

²⁵ Prestiamoci per esempio richiede al prestatore di allegare nella domanda di iscrizione due documenti d'identità e la copia di una bolletta di un'utenza.

²⁶ MACCHIAVELLO E., *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Editore, vol. 29, fasc. 2, 2015.

²⁷ EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, febbraio 2015.

alle PMI. Inoltre, alcuni operatori britannici hanno progressivamente avviato il processo di cartolarizzazione dei crediti originati dal *P2P lending*, pratica invero già consolidata da anni negli Stati Uniti²⁸.

I.3| Regno Unito e Stati Uniti, i paesi *first mover*

I.3.1| Piattaforme *made in UK*: Zopa e Ratesetter

I paesi anglosassoni sono stati i pionieri nel mondo delle piattaforme *lending-based*, probabilmente per via delle loro regolamentazioni meno stringenti in merito alla circolazione di capitali per vie alternative al canale bancario. In ogni caso il Regno Unito, a tutt'oggi *leader* indiscusso in Europa per volume d'affari, cronologicamente è stato il primo ad offrire la possibilità agli utenti di internet di ottenere un finanziamento attraverso questi strumenti innovativi.



- Zopa²⁹, acronimo di Zone of Possible Agreement, è stata fondata circa undici anni fa, frutto di una brillante idea trasformata in realtà dagli stessi creatori di Egg, una banca *online* parecchio popolare oltremarina. Ad oggi il sito vanta di aver finanziato 63.000 individui con un ammontare di prestiti in totale per 1.80 mld GBP. Zopa segue il modello *client segregated account* e quindi non custodisce personalmente i fondi, ma li deposita presso la Royal Bank of Scotland.

La piattaforma in questione offre mutui *unsecured* di importi compresi in un *range* che va da un minimo di 1.000 a un massimo di 25.000 sterline, disponibili sul conto corrente in tre giorni lavorativi e rimborsabili in rate mensili dilazionate per massimo cinque anni. I requisiti fondamentali per coloro che desiderano ottenere il denaro sono: età minima di vent'anni, residenza nel Regno Unito dal almeno tre anni, percepire un reddito da lavoro o da pensione di almeno 12.000 sterline l'anno e, naturalmente, avere una solida storia creditizia. Di norma i debitori utilizzano il prestito per acquistare un'auto, saldare i conti delle carte di credito, ristrutturare un debito preesistente oppure l'abitazione, organizzare un matrimonio e tante altre finalità. Zopa si è specializzata anche nel segmento *P2P business*, infatti possono fare *application* persino le imprese individuali per un importo massimo di 25.000 sterline. Il creditore, invece, oltre ad essere maggiorenne e risiedere nel Regno Unito, deve possedere un conto corrente presso una banca britannica.

²⁸ *Lending crowdfunding, in arrivo la prima cartolarizzazione di crediti al consumo*, Bebeez 22 settembre 2016 e *FundingCircle cartolarizza crediti P2P alle PMI. Il Fei garantisce i titoli senior e KfW li sottoscrive*, Bebeez 5 maggio 2016.

²⁹ Visitabile al sito internet: www.zopa.com

La piattaforma prima di evadere la richiesta del potenziale debitore svolge una verifica delle informazioni che quest'ultimo ha fornito attraverso la compilazione del format di registrazione. Zopa affida il controllo della storia creditizia al *credit bureau* Equifax³⁰, il quale dopodichè rilascia un *credit score*. Sulla base delle risposte ottenute dalla centrale rischi, Zopa decide di rigettare la domanda ovvero di accoglierla, attribuendo un *rating*³¹ che insieme alla durata (del prestito) identificano il *marketplace* ottimale del debitore.

Il prestatore ha la facoltà di decidere quali *marketplace* finanziare, ma deve rispettare una regola, ossia quella di non poter prestare a ciascun progetto più del 2% della somma totale offerta³², in relazione ad una politica interna di minimizzazione del rischio. Il compito di Zopa consiste nell'abbinare in modo automatico, le domande e le offerte. Ad ogni mercato corrisponde un tasso d'interesse annuale denominato *tracker rate*, che Zopa assicura essere superiore almeno di un punto percentuale rispetto alla media dei rendimenti offerti dalle banche per i depositi a risparmio. Il prestatore riceverà quindi un rendimento pari alla media dei *tracker rate* dei diversi contratti di credito sottoscritti. L' Annual Percentage Rate (APR) applicato alle rate del debitore, assimilabile al nostro TAEG, viene invece calcolato sommando al *tracker rate* una commissione variabile.

In aggiunta, il creditore può decidere di chiudere la sua posizione anticipatamente attraverso il comando "Rapid Return", che consente di alienare il prestito ad altri creditori registrati a fronte del pagamento di una commissione pari all'1% della somma ceduta.

Dal punto di vista contrattuale, Zopa si sottrae al rischio di credito perché il contratto di mutuo viene stipulato esclusivamente tra il finanziatore ed il debitore. Tuttavia, qualora il debitore risulti inadempiente, Zopa provvede tempestivamente ad istruire, a spese dello stesso³³, le pratiche per il recupero del credito, contattando una o più agenzie di riscossione. Superati i quattro mesi, il debitore viene degradato allo stato di *default* e si attiva il fondo di garanzia Safeguard. Il finanziatore cede il credito a P2PS Limited, società che gestisce il fondo, e chiede il rimborso del credito. Gli investitori istituzionali che purtroppo non godono di questa protezione, ottengono solamente ciò che Zopa, o chi per suo conto, è stato capace di recuperare, al netto delle spese sostenute³⁴.

³⁰ Equifax svolge in aggiunta anche un servizio di verifica dell'identità del richiedente.

³¹ Le classi di *rating* sono: A+, A, B, C, D, E e S per gli imprenditori individuali. In media i debitori con *rating* A+ e A hanno un salario molto sopra la media nazionale ed un'ottima storia creditizia, quelli con *rating* B e C hanno salari sopra la media nazionale e una storia creditizia normale. Infine, coloro ai quali vengono assegnati alle categorie D e E hanno un salario che corrisponde grosso modo alla media nazionale e una storia creditizia con luci e ombre.

³² Solo agli investitori professionali è concesso di sfiorare il tetto del 2% e finanziare un unico progetto.

³³ Le commissioni addebitate sono pari al 22,5% dell'ammontare scaduto, ma possono lievitare anche al 40% nel caso debba intervenire un agente specializzato.

³⁴ FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Roma, Bancaria Editrice, 2016, p. 27 s.

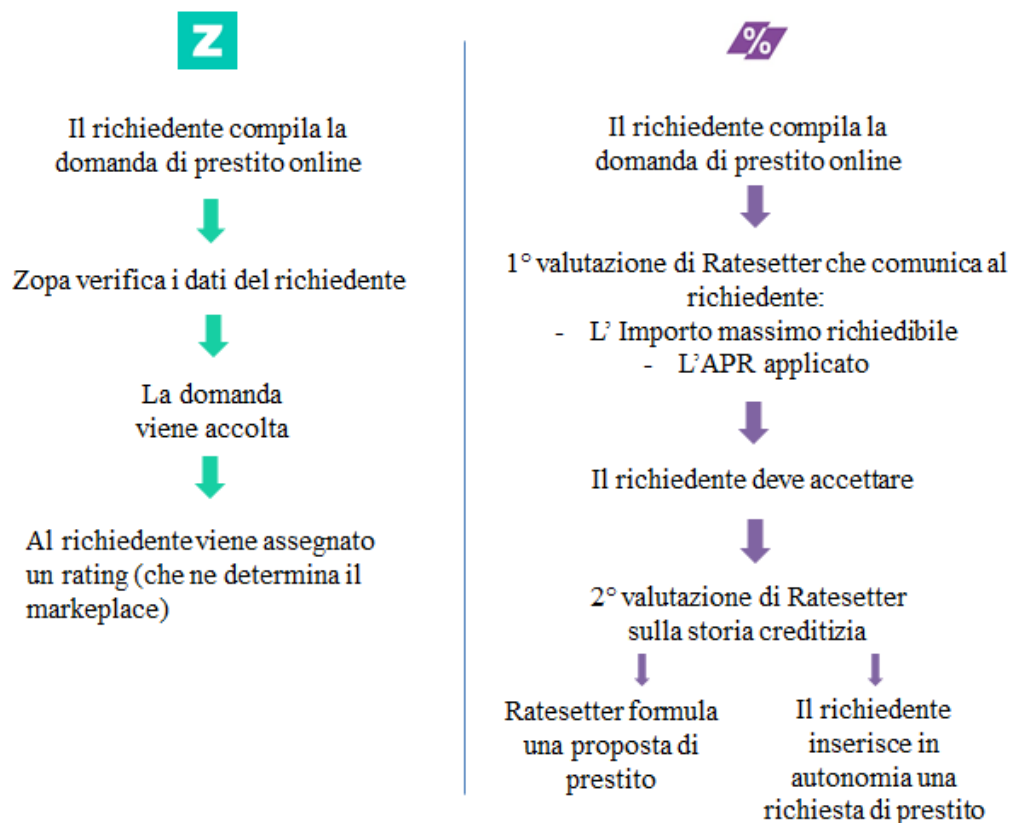


- Il secondo maggior *player* sul mercato del Regno Unito è Ratesetter³⁵, nato nell'ottobre del 2010. Il sito riporta che finora la piattaforma ha distribuito circa 1.50 mld GBP, senza aver mai perso un *penny*. La strategia aziendale prevede che possano essere erogati finanziamenti per importi che vanno da 500 a 35.000 sterline a favore di utenti privati,

mentre le PMI possono richiedere prestiti fino a 2 mln di sterline, ai quali può essere richiesta in base all'importo la garanzia di un collaterale. Sono ammessi sia investitori *retail*, sia investitori istituzionali e le caratteristiche di accesso per i finanziatori e per i debitori sono pressochè simili a quelle dettate dal *peer* Zopa.

Una significativa differenza sta nel fatto che Ratesetter non ordina i debitori in base al *rating* di credito. L'aspirante prestatario ottiene inizialmente una prima valutazione dell'ammontare massimo del finanziamento ed una stima dell'APR, in relazione alle caratteristiche della sua richiesta e del suo grado di solvibilità. Se rimane soddisfatto della proposta allora la piattaforma prosegue con uno *screening* formale, dove viene analizzato lo storico delle relazioni creditizie con il supporto delle banche dati di due aziende specializzate: Call Credit e Equifax.

Figura 3: processo di accettazione del richiedente in Zopa e in Ratesetter



Fonte: Peer-to-peer lending mito o realtà? (2016)

³⁵ Visitabile al sito internet: www.ratesetter.com

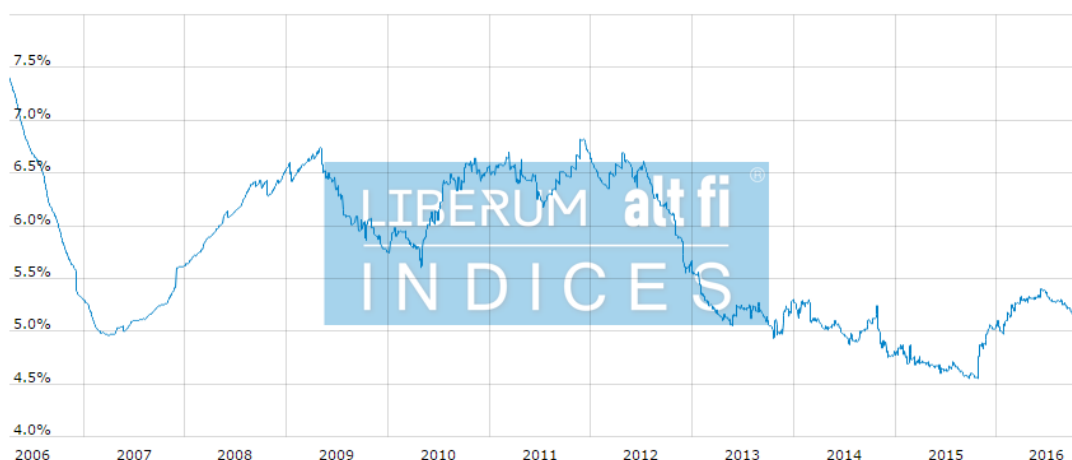
Ottenuto il via libera da entrambe, il debitore ha due settimane di tempo per accettare un prestito alle condizioni offerte dalla piattaforma, che sarà immediatamente abbinato alle richieste di investimento, oppure può inserire autonomamente una richiesta di finanziamento in linea con l'APR attribuitogli. I tassi e le *fee* applicate da Ratesetter dipendono dal merito creditizio, dalla somma richiesta e dalla scadenza. I debitori possono scegliere l'indebitamento a tasso fisso o variabile e di accedere a prestiti per tutte le scadenze offerte³⁶. Tra le varie commissioni applicate da Ratesetter, ve n'è una che alimenta il Provision Fund, un fondo di garanzia analogo a Safeguard.

In Ratesetter gli investitori, prima di accendere un conto presso la piattaforma, sul quale verranno accreditati gli interessi attivi, devono trasferire i fondi dal proprio conto bancario al Trust Account, un patrimonio separato costituito nella forma del *trust* e depositato presso Barclays Bank. Ciò rende evidente che anche Ratesetter sia strutturata secondo il modello *client segregated account*. L'investitore, espletate le formalità tecniche, può inserire le proprie offerte in base ai diversi livelli di Lending Return, cioè al tasso di rendimento attualizzato. L'inserimento delle offerte può avvenire al tasso quotato dal mercato selezionato oppure l'investitore può optare per un *target* di Lending Return predefinito.

A differenza di Zopa, Ratesetter non diversifica il portafoglio prestiti né manualmente né automaticamente. Tuttavia, dal un lato è previsto il fondo di mitigazione e dall'altra vi è la possibilità di cedere ad un altro creditore il prestito con la funzione "Sellout"³⁷.

Completano l'analisi settoriale britannica i *competitor*: Funding Circle, che nel 2015 ha realizzato l'IPO per il fondo Funding Circle SME Income, Lendinvest e Thincats. Infine, i dati sui tassi d'interesse di Zopa, Ratesetter, Funding Circle e MarketInvoice (che si occupa di sconto fatture) vengono utilizzati per calcolare il Liberum AltFi Returns Index (LARI).

Figura 4: andamento dell'indice LARI in 10 anni



Fonte: AltFi.com

³⁶ L'APR applicato a giugno 2015 era compreso tra il 6,3% e il 28,9%.

³⁷ FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Roma, Bancaria Editrice, 2016, p. 30 s.

I.3.2| Piattaforme *made in USA*: Prosper e Lending Club



- In buona approssimazione, si può affermare che il *marketplace lending* statunitense si sia sviluppato contemporaneamente a quello britannico. Il primo operatore domestico che ha aperto è stato Prosper³⁸ nel 2006, piattaforma di notevole successo che fino ad oggi ha raccolto più di 6 mld USD. Vengono concessi finanziamenti di importi che partono dalla modica cifra di 2.000 fino ad arrivare a 35.000 dollari e devono essere estinti entro tre oppure cinque anni.

Prosper calcola il tasso di perdita atteso per ciascuna domanda di mutuo, incrociando due diversi *credit score*. Il primo deriva da un'analisi interna eseguita sui dati storici di finanziamenti con caratteristiche simili precedentemente erogati dalla piattaforma stessa, mentre il secondo è stimato in *outsourcing* dalla centrale rischi Experian, che opera sulla falsariga del modello FICO³⁹. Partendo dal tasso di perdita atteso, la piattaforma individua la classe di merito⁴⁰, alla quale corrisponde uno specifico tasso d'interesse passivo⁴¹.

Nel novero dei finanziatori, oltre ai consumatori, si incontrano anche banche e *hedge fund*, che seguono un *iter* d'investimento più lineare, acquistando direttamente i prestiti *in toto*. Per gli investitori non qualificati la procedura risulta più articolata, infatti essi comprano dei veri e propri certificati emessi da Prosper, che a sua volta acquista i prestiti originati da Web Bank attraverso uno Special Purpose Vehicle. Da ciò si deduce facilmente che Prosper opera avvalendosi del modello *notary*.

Prosper offre due possibilità agli investitori: la funzione "Quick Invest" che impegna l'utente ad indicare informazioni per lo più generiche ed affida alla piattaforma il compito del *matching* con le domande più consone, oppure il meccanismo "Browse Listings" che garantisce il diritto di scegliere i progetti da sostenere⁴².

Prosper si contraddistingue dalle piattaforme britanniche per la totale assenza di un fondo di garanzia a tutela dei finanziatori. Un'altra peculiarità che rende Prosper una piattaforma atipica è il fatto che essa incoraggi molto la formazione di gruppi tra i debitori. Tali gruppi,

³⁸ Visitabile al sito internet: www.prosper.com

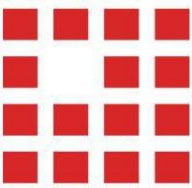
³⁹ Il punteggio ottenuto attraverso il modello FICO è il frutto della combinazione di cinque fattori: la storia dei pagamenti (35%), l'ammontare dei debiti e dei crediti da rimborsare/ricevere (30%), la lunghezza della storia creditizia (15%), il nuovo credito (10%) e l'utilizzo che si è fatto del credito (10%). Disponibile al sito: <http://www.experian.com/blogs/ask-experian/infographic-what-are-the-different-scoring-ranges/>

⁴⁰ Le classi di *rating* sono in ordine crescente di tasso applicato: AA, A, B, C, D, E e HR. Attualmente l'APR oscilla tra un minimo del 5,99% ed un massimo dello 8,73%. Per i debitori con il miglior merito creditizio cioè AA non eccede il 2%, per quelli della classe HR oscilla tra il minimo del 31,72% ed il massimo del 35,97%.

⁴¹ Fino al 2010 tra l'altro Prosper adottava un meccanismo *auction-based* dove i creditori comunicavano il tasso maggiore che erano disposti a pagare, mentre i finanziatori quello minore che erano disposti ad accettare. In questo modo i prestatori competevano per aggiudicarsi il progetto.

⁴² FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Roma, Bancaria Editrice, 2016, p. 33 s

nascono con l'obiettivo di ridurre le asimmetrie informative e dunque di attenuare il rischio di *adverse selection*⁴³ e di *moral hazard*⁴⁴ attraverso il monitoraggio reciproco dei membri. I richiedenti che aderiscono aumentano molto la loro credibilità finanziaria, ma solitamente pagano un tasso d'interessi maggiore. Tuttavia, quando all'interno dei gruppi si instaurano delle relazioni sociali e cominciano a diventare pubbliche le informazioni personali (*soft informations*) dei membri, è stato dimostrato che i tassi d'interesse diminuiscono. Inoltre, l'umiliazione e la vergogna pubblici a cui sarebbero sottoposti i debitori appartenenti ad una di queste *community*, qualora divenissero insolventi, portano ad una notevole diminuzione dei tassi di *default*⁴⁵.

 - Lending Club⁴⁶ è attualmente il *leader* mondiale del settore, con prestiti finanziati per oltre 20 mld USD. Sulla scia delle mirabili prestazioni di questa piattaforma, nata nel 2007, il management ha deciso nel 2014 di quotarsi presso il New York Stock Exchange. Lending Club offre ai propri utenti una varietà di prestiti molto ampia: prestiti personali fino a 35.000 dollari, prestiti *super prime* fino a 50.000 dollari (finanziati esclusivamente da investitori professionali), prestiti per le PMI fino a 300.000 dollari, prestiti per la formazione e le cure personali/sanitarie⁴⁷ ed infine, una recente novità, prestiti fino a 50.000 dollari volti alla ristrutturazione del *leasing* dell'automobile. Inoltre, Lending Club ha stretto due importanti *partnership* commerciali con due colossi del *web*: Google e Alibaba⁴⁸.

La piattaforma durante la valutazione della rischiosità di un profilo raccoglie, oltre al FICO *score*, un gran numero di informazioni aggiuntive, relative alle singole transazioni intrattenute dal debitore ed alla sua posizione/attività lavorativa. Tali dati sono estrapolati anche dai *social media* e da aziende di servizi. Il risultato che si ottiene è una valutazione sommaria del debitore a cui viene assegnata una sottoclasse di rischio iniziale, la quale in seguito viene perfezionata con i dati relativi alla durata e all'importo richiesto dal debitore, determinando così la classe e la sottoclasse di rating definitive⁴⁹. Ad ogni classe di *rating* corrisponde un intervallo di tassi, che vengono costruiti sommando ai tassi del Lending Club Base Rate uno

⁴³ Data la scarsità di informazioni, il finanziatore tende a destinare le proprie risorse verso i prenditori più rischiosi perché sono quelli che gli offrono maggior rendimento.

⁴⁴ E' il rischio che la controparte, una volta ottenuto il denaro, decida di fuggire e non restituire il prestito.

⁴⁵ EVERETT C. R., *Group membership, Relationship Banking and Loan Default Risk: The Case of Online Social Lending*, in *Banking and Finance Review*, dicembre 2015.

⁴⁶ Visitabile al sito internet: www.lendingclub.com

⁴⁷ Segmento di mercato aggredito con l'acquisizione del competitor Springstone.

⁴⁸ BUHAYAR N., *Lending Club Wants to Broaden its Membership*, in *Bloomberg Businessweek*, 23 aprile 2015.

⁴⁹ Le classi vanno dalla meno rischiosa, la A, fino alla più rischiosa, la G. Il range delle sottoclassi va da 1 a 5 e ciascuna corrisponde a determinate condizioni del finanziamento in merito a scadenza, tasso e commissioni.

spread in funzione del rischio di credito e del rischio di mercato. Una volta che il debitore ha individuato le condizioni che più lo soddisfano, la piattaforma mette a punto l'istruttoria di valutazione delle informazioni fornite servendosi di un *data provider*, nel frattempo gli investitori possono già visualizzare il progetto e prenotarsi.

Lending Club opera, in modo analogo a Prosper, secondo il modello *notary*, infatti i creditori assumono le caratteristiche di investitori che acquistano prodotti finanziari. Web Bank e Cross River Bank sono le due banche delegate ad elargire materialmente il denaro a titolo di mutuo. Gli investitori *retail*, al contrario di quelli istituzionali, sono obbligati ad acquistare i certificati, a tal fine bisogna aprire un conto, anche eventualmente cointestato, sulla piattaforma. Le risorse da investire invece vanno depositate presso la Horizon Bank. L'investitore dopodiché ha la facoltà di diversificare il suo portafoglio, distribuendo il denaro su più progetti in modo autonomo oppure servendosi di uno strumento messo a disposizione dal gestore della piattaforma⁵⁰.

Lending Club monitora il rischio di *downgrade* dei prestiti calcolando il Net Annualized Return (NAR), che rappresenta la misura annualizzata del tasso di rendimento sul capitale investito nel corso della vita di un investimento. Si basa sui pagamenti effettuati dal mutuatario e ricevuti mensilmente, al netto delle commissioni di servizio, delle svalutazioni effettive e dei recuperi. Inoltre, la piattaforma calcola anche l'Adjusted NAR che sconta la correzione per le esposizioni scadute ancor prima che siano effettuate le svalutazioni.

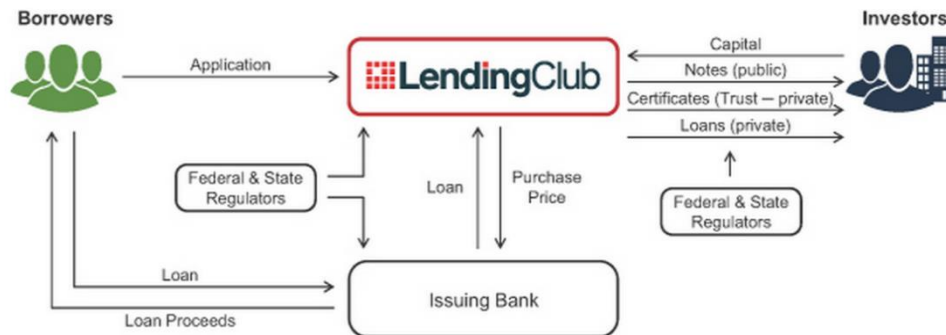
Nel caso in cui i pagamenti subiscano un ritardo, gli investitori devono pagare una commissione dell'1% se incassano il denaro entro quindici giorni dalla scadenza. Dal sedicesimo giorno il tasso sale vertiginosamente al 18%, ma può aumentare ancora di più qualora le parti decidano di adire per vie legali.

Anche in Lending Club gli investitori non godono della protezione di un fondo di mitigazione del rischio di credito, ma possono liquidare la loro posizione attraverso la *note trading platform* Folio⁵¹.

⁵⁰ I tassi d'interesse negativi applicati ai debitori variano a seconda della classe. Per esempio la media per la classe A è 7,65% mentre per le classi F e G è 23,04%. La media di tutte le classi è 14,41%.

⁵¹ FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Roma, Bancaria Editrice, 2016, p. 37 s.

Figura 5 – Funzionamento di Lending Club nel sistema americano



Fonte: Financial Times (2014)

I.3.3| Normativa anglosassone e statunitense a confronto

Sebbene a livello macro risultino simili, a livello micro vi sono parecchie differenze tra le piattaforme di *P2P lending* americane e quelle britanniche. Tali differenze apprezzabili sia nell'organizzazione e sia nelle modalità con cui elargiscono i prestiti derivano, oltre che da un fattore culturale, per lo più da due normative che si avvicinano al tema in modo diametralmente opposto.

Partendo dagli Stati Uniti, dove la normativa è notoriamente mercato-centrica ed il legislatore nazionale pone l'attenzione principalmente sulla trasparenza e sulla tutela dell'efficienza del mercato, la Securities and Exchange Commission (SEC) è intervenuta qualificando le piattaforme come soggetti offerenti *securities*, cioè prodotti finanziari. L'ente federale americano che vigila sui mercati finanziari si è mosso per la prima volta lungo questa direzione quando ha rilasciato un parere su Kiva⁵², ipotizzando che questi prodotti fossero riconducibili alle caratteristiche degli *investment contract*⁵³, ed in particolare alle *note* (titoli di debito). Kiva, che ha una vocazione fortemente solidale e non retrocede interessi attivi ai suoi utenti investitori, non rispecchia quelle caratteristiche, al contrario piattaforme come Prosper e Lending Club si, che pertanto si sono dovute adattare a questa situazione.

⁵² Piattaforma statunitense di *P2P lending* che si è specializzata nell'erogazione di micro prestiti verso piccoli imprenditori provenienti da paesi in via di sviluppo.

⁵³ Si palesa la presenza di un contratto d'investimento secondo il *SEC v. W.J. Howey Co.* quando: viene riunito e gestito insieme il denaro proveniente dal pubblico, ed il suo risultato è collegato all'andamento dell'operazione complessiva (*common enterprise*), il rendimento economico dipende in prevalenza dagli sforzi profusi da un soggetto economico diverso da chi fornisce i fondi (*profits predominantly from efforts of others*) e, inoltre, vi è un'aspettativa di profitto (*expectation of profits*).

Gli operatori *P2P lending* che collocano presso il pubblico questi valori mobiliari, dunque, sono equiparati, in base al modello operativo prescelto, a emittenti, a offerenti o a *underwriter* o ancora a *broker*, soggetti a onerosi e complessi processi di registrazione, anche eventualmente nei singoli Stati (*registration statement*) e di *disclosure* in base al *Securities Act* del 1933. Tuttavia, una recente riforma del 2012, chiamata *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*, consente alle *emerging growth company*, quindi anche alle piattaforme di *crowdfunding*, di sottrarsi a molti degli adempimenti previsti dall'*iter* di registrazione presso la SEC, purché raccolgano tra gli investitori al massimo 1 mln di dollari nell'arco di un anno⁵⁴. Nonostante ciò le piattaforme emergenti devono comunque rispettare una serie di obblighi in merito alla trasparenza ed alle comunicazioni periodiche e sono stati fissati anche dei massimali per gli investitori in base al reddito e al patrimonio degli stessi⁵⁵. Inoltre, queste facilitazioni comportano anche dei limiti operativi⁵⁶.

Purtroppo però piattaforme come Prosper e Lending Club, il cui giro d'affari supera nettamente il milione di dollari, non ne possono beneficiare e sono assoggettate ad una disciplina molto dispendiosa⁵⁷, che al fine di proteggere gli investitori impone di distribuire al pubblico enciclopedici prospetti informativi. Le piattaforme per evitare il lungo processo di registrazione dei valori mobiliari possono scegliere la via del collocamento privato presso investitori qualificati⁵⁸ oppure appellarsi alla Regulation A+⁵⁹, la quale però richiede obblighi di trasparenza e di pre-autorizzazione non trascurabili.

Dal punto di vista fiscale, le *note* emesse dalle piattaforme americane sono trattate come *capital asset*, al pari delle azioni e dei bond, per via della loro natura speculativa⁶⁰. Non godono di un trattamento fiscale privilegiato, dunque gli interessi vanno conteggiati nella base imponibile della dichiarazione fiscale e vengono tassati in relazione allo scaglione in cui ricade il contribuente. Tuttavia, sia Prosper sia Lending Club offrono agli investitori l'opportunità di aprire un conto *tax deferred* come l'Individual Retirement Account (IRA), sul

⁵⁴ MACCHIAVELLO E., *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Editore, vol. 29, fasc. 2, 2015.

⁵⁵ Gli utenti che dichiarano un reddito inferiore ai 100.000 dollari annui non possono investire più del 5% del suo reddito annuo con un limite fissato in ogni caso a 2.000 dollari. Con un reddito superiore ai 100.000 dollari si può investire fino al 10% del reddito annuo con il limite fissato a 100.000 dollari.

⁵⁶ Ad esempio, il divieto di sollecitare investimenti, di offrire consulenza, di pagare remunerazioni ai dipendenti basate sulle operazioni, di detenere o amministrare i fondi dei clienti o *securities*.

⁵⁷ Si stima che su una raccolta di 100.000 dollari i costi per la piattaforma e per *compliance* vadano dal 12,9% al 39%.

⁵⁸ Sono inclusi anche gli investitori *retailers* purché abbiano contemporaneamente: un patrimonio superiore ad un milione di dollari, al netto del valore dell'abitazione principale, e un reddito negli ultimi due anni fiscali non inferiore a 200.000 dollari e ci si aspetta che sia mantenuto nell'anno in corso.

⁵⁹ Le piattaforme possono collocare presso il pubblico certificati Tier 1 fino a 20 mln di dollari e certificati Tier 2 fino a 50 mln di dollari. Per i primi è richiesta l'autorizzazione a livello statale.

⁶⁰ LENDING CLUB, *2015 Tax Guide for Retail Investors*.

quale si lasciano accumulare i risparmi per la pensione e i prelievi godranno di un'aliquota più mite⁶¹.

Prima di analizzare la normativa del Regno Unito è fondamentale capire quale sia l'atteggiamento che l'Unione Europea ha assunto di fronte alla novità del *lending-based crowdfunding*. Fino ad oggi non è stata ancora licenziata alcuna direttiva *ad hoc*, ma recentemente l'European Banking Authority (EBA) ha provato a ricondurre il tema entro il perimetro legislativo comunitario. Delle sei direttive individuate dall'EBA, solo tre sono state ritenute realmente applicabili⁶². Si tratta appunto della Direttiva 2007/64/EC sui servizi di pagamento che impone alle piattaforme di richiedere l'autorizzazione in qualità di Istituti di Pagamento e il rispetto di alcuni adempimenti: la detenzione di fondi propri adeguati e l'appropriatezza, la solidità e la proporzionalità dei meccanismi di *governance* e dei sistemi di controllo interni. Tuttavia, l'applicabilità di questa Direttiva non è scevra da dubbi a causa di una serie di problemi interpretativi⁶³.

La seconda è la Direttiva 2009/110/EC sugli Istituti di moneta elettronica (IMEL), i quali insieme alle banche risultano essere titolari della riserva dell'attività di emissione di moneta elettronica. La moneta elettronica viene così definita: «*quel valore monetario (i) memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, (ii) rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente, (iii) emesso per effettuare operazioni di pagamento, (iv) accettato come mezzo di pagamento da persone fisiche e giuridiche diverse dall'emittente*⁶⁴». Secondo l'EBA l'unico aspetto che potrebbe escludere le piattaforme da questa definizione è il fatto che le risorse ricevute dai *lender* vengano usate per un unico e specifico scopo, cioè finanziare altri utenti iscritti, invece che utilizzare la moneta elettronica per una moltitudine di scopi. In ogni caso gli IMEL sono autorizzati a prestare servizi di pagamento e relative attività accessorie.

Infine, è applicabile la Direttiva 2005/60/EC che tratta la normativa sull'antiriciclaggio per i pagamenti superiori ai 15.000 euro effettuati per cassa.

⁶¹LENDING CLUB, *2015 Tax Guide for Retail Investors* e PROSPER, *Prosper.com Brings Consistent, High-yield 10.46% Returns to IRAs*.

⁶² La Direttiva 2013/36/EU (CRD) e il Regolamento europeo n.575/2013 (CRR) sui requisiti patrimoniali non trovano applicazione poiché le piattaforme non raccolgono risparmio tra il pubblico e nemmeno esercitano attività creditizia in maniera prevalente. Con l'eccezione di Pret d'Union, che è una banca autorizzata e svolge attività di *P2P lending* in maniera collaterale. Nemmeno la Direttiva 2008/48/Eu sul credito al consumo perché, se non al di fuori di operazioni accessorie, le piattaforme non erogano credito ai consumatori.

⁶³Per esempio in merito all'esenzione dell'art. 3 lett. b) per alcuni paesi sembra sposarsi con l'attività delle piattaforme, per altri non è così poiché le piattaforme svolgono una mera attività di intermediazione tra le due parti e non richiedono un compenso per la vendita di un bene o un servizio. Inoltre, l'esenzione dall'autorizzazione all'esercizio dei servizi di pagamento nel caso in cui l'ammontare medio mensile delle transazioni eseguite non ecceda i 3 mln di euro.

⁶⁴ CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Vicenza, CEDAM, , 2015, pag. 374.

Molti paesi europei, per rimediare alla mancanza di una disciplina comunitaria armonizzata, hanno adottato dei regolamenti interni e quello della Gran Bretagna, data la valenza del mercato, risulta sicuramente il più articolato.

In realtà la crescita eccezionale delle piattaforme *loan-based* britanniche è stata favorita da una legislazione fortemente liberale che per molti anni le ha concesso di operare senza restrizioni⁶⁵. Tuttavia, nel 2014 la Financial Conduct Authority (FCA) ha deciso di introdurre una disciplina molto pragmatica, che racchiude norme a tutela sia dei prestatori sia dei prestatari. Per quanto riguarda quest'ultimi, le piattaforme ora devono comunicare anticipatamente le informazioni contrattuali, verificare il merito creditizio, attenersi alla normativa in materia di offerte finanziarie e consentire il diritto di recesso. In virtù della protezione dei prestatori le piattaforme *loan-based* sono soggette ad adempimenti volti alla *disclosure* non eccessivamente pervasivi, ma sufficienti a poter offrire agli investitori le informazioni necessarie per compiere scelte razionali e ponderate⁶⁶. Una norma molto importante impone alle piattaforme di redigere dei piani di risoluzione e di *back-up* che indichino la sorte dei prestiti e del recupero crediti in caso di fallimento della società che gestisce la piattaforma. Inoltre, sono previsti anche dei requisiti patrimoniali di capitale minimo per le piattaforme: 50.000 sterline (20.000 fino al 2017) oppure la somma dello 0,2% dei primi 50 mln di sterline prestati dagli investitori, più lo 0,15% degli ulteriori 200 mln di sterline prestati dagli investitori e più lo 0,05% dei volumi finanziati dagli investitori che eccedono i 500 mln di sterline. Infine, vi sono delle misure di protezione del denaro dei clienti⁶⁷ e delle comunicazioni periodiche da fare all'autorità nazionale.

Nel 2012 e successivamente nel 2014 la British Business Bank (prima Business Finance Partnership), una banca statale nata per facilitare l'accesso al credito delle piccole e medie imprese inglesi, ha sostenuto il settore del *P2P lending* investendo nelle piattaforme prima 20 mln e poi 40 mln di sterline. Nell'aprile del 2016, invece, il legislatore britannico ha dato un grosso impulso agli investimenti dei privati in *P2P lending* con l'introduzione dell'Innovative Finance ISA (Individual Savings Account), che consente ai risparmiatori oltremarica di investire fino a 15.240 sterline sulle piattaforme rigorosamente autorizzate dalla FCA, e di beneficiare della completa detassazione degli interessi attivi⁶⁸.

Infine, dopo due anni di consultazioni tra il governo e la British Business Bank, dal 1 novembre 2016 nove delle maggiori banche inglesi (tra cui RBS, HSBC e Barclays) devono

⁶⁵ Infatti, le piattaforme al massimo chiedevano la licenza come *debt-administrator* e *debt-collector* per le attività subordinate di gestione dei prestiti e recupero dei crediti.

⁶⁶ Per esempio: spiegazioni delle performance storiche, i criteri di individuazione di un credito in *default* o in ritardo, spese e costi, *due diligence*, *exit strategies*.

⁶⁷ Conti clienti separati, contabilità separata, denaro depositato presso una banca a nome dei clienti.

⁶⁸ Si veda il sito dedicato dal governo britannico <https://innovativefinanceisa.org.uk/the-isa/>

condividere con tre specifiche piattaforme di *P2P business lending* (Funding Xchange, Business Finance Compared e Funding Options) i dati riguardanti le richieste di finanziamento rigettate dalle stesse banche. Tutto ciò al duplice scopo di favorire l'accesso al credito per le PMI britanniche e migliorare le competitività del mercato creditizio⁶⁹.

I.4| I paesi *early follower*: Francia e Germania

I.4.1|Younited Credit e la normativa francese



- Il primo *player* transalpino per volumi è Younited Credit⁷⁰(ex Prêt d'union). Si tratta di una particolare piattaforma che dal 2011 è stata autorizzata dalla Banca di Francia ad operare come banca e quindi esercita l'attività di servizi d'investimento. Questa forma societaria le consente di adempiere numerosi compiti: ricevere e trasmettere gli ordini, offrire consulenza e collocare investimenti non garantiti su strumenti di debito. Il sito riporta che fino ad oggi le richieste di finanziamento superano gli 8 mld di euro, mentre le domande accordate ammontano a 417 mln di euro. Sulla piattaforma di Younited Credit si possono ottenere prestiti per svariate motivazioni: acquisto dell'automobile, progetti personali, ristrutturazioni edilizie e persino viaggi. Gli aspiranti debitori devono avere tra i 18 ed i 70 anni, essere residenti nella Francia metropolitana (no colonie) e avere un reddito stabile, ma soprattutto non essere iscritti né al Fichier des Incidentes de Remboursement des Crédits aux Particuliers (FICP) dove vengono annotati i cattivi pagatori, né al Fichier Central des Chèques (FCC), che equivale alla nostra Centrale d'Allarme Interbancaria. Entrambi operano sotto la supervisione della Banca di Francia. Younited Credit si avvale della collaborazione di Experian per la valutazione delle domande di mutuo e, se il riscontro è positivo, il debitore ottiene il denaro senza la necessità di aprire un nuovo conto. Inoltre, viene offerto ai debitori la possibilità di stipulare una polizza assicurativa a copertura di eventi straordinari che potrebbero pregiudicare il regolare rimborso del prestito.

Nonostante Younited Credit adotti il modello di *business* più diffuso in Europa, il *client segregated account*, la sua struttura risulta alquanto originale. Infatti, i prestatori finanziano i richiedenti attraverso la sottoscrizione di quote di fondi comuni d'investimento. Data la tecnicità e la complessità dei prodotti sono ammessi a questa forma di investimento solamente gli investitori professionali⁷¹. L'investitore può discrezionalmente scegliere l'ammontare della

⁶⁹ BRITISH BUSINESS BANK, *New Matchmaking Service for Small Businesses Looking for Finance Launched*, 1 novembre 2016.

⁷⁰ Visitabile al sito internet: www.younited-credit.com

⁷¹ Il che non esclude le persone fisiche purchè rispettino almeno 2 di questi requisiti:

provvista di denaro da investire, inoltrando l'ordine d'acquisto di quote relative al fondo selezionato a Eurotitrisation. Credit Mutuel Arkea risulta essere la banca depositaria d'appoggio. I cinque fondi⁷² in cui si può investire sono suddivisi in base alla scadenza e alla classe di *rating* dei debitori.

I *lenders* non devono riconoscere nessuna commissione alla piattaforma per la gestione del conto e nemmeno per l'attività di investimento. Devono invece pagare una penale *ad valorem*, nel caso vogliano interrompere il rapporto prima di un anno, pari al 2% nei primi sei mesi e pari all'1% nel secondo semestre⁷³.

Per il settore del *crowdfunding* francese il 2014 è stato un anno spartiacque. Infatti, da sempre la disciplina bancaria prevedeva che la riserva bancaria coprisse sia la raccolta di denaro presso il pubblico e sia le operazioni di credito e servizi di pagamento. Pertanto, era molto facile violarla ed incorrere in pesanti sanzioni. Tuttavia, il legislatore francese ha preso coscienza del fenomeno *P2P lending* e nel 2014 ha eliminato parzialmente il monopolio bancario con riferimento ai prestiti tra privati e ai prestiti tra privati ed imprese. Con l'adozione di questa nuova riforma è stato istituito un albo specifico al quale si devono iscrivere tutte le piattaforme, che assumono la forma di *Intermediaire en Financement Participatif* (IFP). Ogni prestatore non può destinare più di 1.000 euro a ciascun progetto e parallelamente ogni prestatario non può ricevere più di un milione di euro. La trasformazione delle piattaforme in IFP comporta, oltre alla registrazione già menzionata, obblighi di trasparenza⁷⁴ e la necessità di prevedere un servizio di *back-up* in caso la posizione della piattaforma stessa divenisse insolvente.

Prima della conclusione del contratto, che *ex lege* deve avere forma scritta, la piattaforma deve comunicare al finanziatore tutte le informazioni relative al richiedente ed al suo progetto, all'eventuale diritto di recesso, ai reclami e alle conseguenze in caso di mancato adempimento da parte del debitore⁷⁵.

-
- Investitore attivo sui mercati mobiliari per conto proprio o di terzi.
 - Aver lavorato per almeno un anno nell'ambito della finanza d'impresa, della finanza di mercato, di banche o imprese di assicurazione.
 - Disporre di un patrimonio investito in attività finanziarie pari ad almeno 500.000 euro.

⁷² I fondi *Conservateur Court* e *Conservateur Long* investono in debitori classe A (con tassi default attorno all'1%), i fondi *Equilibre Court* e *Equilibre Long* investono in debitori classe B (con tassi default fino al 2%) ed infine il fondo *Dynamique* raccoglie i debitori classe C (con tassi default fino al 2,4%).

⁷³ FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Bancaria Editrice, Roma, 2016, p. 43 s.

⁷⁴ Gli utenti devono essere informati dei dati relativi al loro status e registrazione, delle condizioni generali della piattaforma, dei costi e delle spese, delle condizioni generali del prestito, dei rischi per il prestatore, dei rischi di sovra indebitamento del prestatario, degli strumenti che consentono ai prestatori di individuare la somma adatta da elargire e dell'andamento del rimborso.

⁷⁵ Inoltre, annualmente le IFP devono caricare sul proprio sito un rapporto descrittivo delle attività svolte e della governance, il numero di richieste ricevute, specificando quelle veramente accettate e finanziate, le somme complessivamente erogate, il numero medio di prestatori per progetto, l'ammontare medio dei crediti e i tassi medi di *default*.

L'autorità che vigila sulle IFP è un'associazione privata di categoria ma l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), cioè l'organo di vigilanza della Banca di Francia, ha il potere di sanzionare gli operatori e di avocare il controllo sugli stessi ogni qualvolta ne ravvisi la necessità. Per le piattaforme che trattano un volume di pagamenti al di sotto dei 3 mln di euro è prevista una particolare agevolazione, che le consente di avere un capitale minimo di soli 40.000 euro e di essere esentate dai requisiti di adeguatezza patrimoniale e dai controlli interni.

I.4.2| Auxmoney e la normativa tedesca



- Auxmoney⁷⁶ è senza ombra di dubbio l'operatore *leader* in Germania con una quota di mercato pari al 75%. Conta più di un milione e mezzo di utenti iscritti ed ha elargito finora 250 mln di euro. È tuttavia l'unica tra le grandi piattaforme europee ad aver adottato il *notary business model*, dove appunto i creditori sono identificati come veri e propri investitori.

Possono richiedere un prestito fino a 25.000 euro tutti coloro che hanno raggiunto la maggiore età e sono titolari di conto corrente presso una banca tedesca. I debitori innanzitutto devono scegliere quale prodotto si adatta meglio alle loro finalità tra: i finanziamenti per lavoratori autonomi e PMI, credito al consumo, prestiti personali per rifinanziare mutui ipotecari, anticipazioni di contanti e finanziamenti specifici per debitori con una storia creditizia travagliata. Una volta che l'utente ha terminato la descrizione *online* del suo progetto e l'ha reso disponibile alla consultazione da parte degli investitori, Auxmoney comincia l'istruttoria di verifica dei dati forniti. In principio, per evitare frodi, viene controllata l'identità attraverso le banche dati della Deutsche Telekom, dopodiché vengono passate al setaccio le relazioni creditizie che il debitore ha intrattenuto nel suo passato, servendosi della collaborazione di tre società partner: Schufa, Infoscore Arvato Services e Creditreform. La valutazione, inoltre, viene estesa anche al reddito disponibile ed sulla situazione occupazionale del richiedente. Una volta che è stato tracciato il tasso di solvibilità, Auxmoney delibera lo *score* creditizio per ciascun debitore⁷⁷. Una particolarità che contraddistingue questa piattaforma è che i debitori possono offrire la propria auto a garanzia del prestito.

Quando la raccolta raggiunge il 100% dei fondi necessari, il richiedente sottoscrive un contratto di mutuo con la South West Bank, la quale trattiene una commissione del 2,95% su tutto l'importo. Per rendere più attraente la proposta, il prenditore può sottoscrivere un'assicurazione contro eventi straordinari che tuteli il finanziatore.

⁷⁶ Visitabile al sito internet: www.auxmoney.com

⁷⁷ Auxmoney prevede otto classi: AAA, AA, A, B, C, D, E, X.

L'investitore per cominciare deve aprire prima di tutto un conto gratuito sulla piattaforma e poi un altro conto di investimento presso la banca Biw AG. In seguito, si decidono quali progetti sostenere, in maniera autonoma oppure delegando alla piattaforma stessa l'abbinamento migliore affidandosi alla funzione "Portfolio Builder". Auxmoney chiede agli investitori il versamento di una *fee* pari all'1% del totale investito.

La piattaforma adotta criteri di selezione molto restrittivi e rigetta in media 97 prestiti su 100. Ad ogni modo, gli investitori godono della protezione del fondo tutela dei depositi al quale aderisce la banca Biw AG. Il maggior concorrente di Auxmoney è Smava⁷⁸.

Le maglie della normativa tedesca sono piuttosto strette, infatti le piattaforme sono obbligate a collaborare con una banca autorizzata, che emette materialmente il prestito e poi lo rivende alle piattaforme. Nel 2015 è stata varata una riforma, chiamata *Kleinanlegerschutzgesetz* (KASG), a favore dei risparmiatori tedeschi che investono in prodotti finanziari, estendendo la protezione anche al mondo del *crowdfunding* e di conseguenza al *P2P lending*. Tuttavia, per evitare di soffocare il settore con obblighi troppo onerosi e mantenerlo un'opportunità di crescita e sviluppo, il legislatore tedesco ha previsto un'esenzione per le piattaforme, che le sottrae a numerosi adempimenti, tra cui la pubblicazione di un prospetto (cosa che invece negli USA è obbligatoria). Ovviamente per avvalersi dell'esenzione vanno rispettati alcuni requisiti⁷⁹.

⁷⁸ FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Roma, Bancaria Editrice, 2016, p. 40 s.

⁷⁹ Si possono raccogliere massimo 2.5 mln di euro per progetto, l'intermediazione deve avere ad oggetto prestiti subordinati o che prevedono la partecipazione dell'investitore ai profitti realizzati dell'iniziativa sostenuta, ogni investitore può versare al massimo 10.000 euro, per investimenti superiori a 1.000 euro serve una pre-valutazione ed un patrimonio di almeno 100.000 euro, ma sotto i 250 euro non serve che l'investitore sottoscriva l'autorizzazione cartacea.

Capitolo II

IL P2P LENDING IN ITALIA

Il settore della finanza alternativa in Italia versa ancora nella sua fase embrionale, se paragonato a quello degli altri paesi europei⁸⁰, tuttavia gode di un ottimo tasso di crescita e dimostra di avere ampi margini di miglioramento. Nel 2014 c'è stato un vero e proprio *boom* poiché i volumi di mercato sono balzati del 580% rispetto all'anno precedente, passando da 1 mln a 8 mln di euro, per poi aumentare ancora nel 2015 dove si sono toccati i 32 mln, con una crescita annuale stimata del 287%⁸¹.

Nel 2015 il *P2P lending* è cresciuto a tal punto (+316% sul 2014) da diventare il settore trainante del *crowdfunding* italiano, raggiungendo un volume di mercato pari a 11 mln di euro e staccando di misura il *reward-based crowdfunding*, che in Italia dimostra di avere un sorprendente successo. Infatti, in media ogni progetto raccoglie 7.500 euro, tre volte di più rispetto ai cugini francesi e due volte di più rispetto alla media tedesca⁸².

Il portale Bebeez nel suo ultimo report⁸³ ha censito 51 piattaforme italiane attive nel mondo del *crowdfunding*, quattro delle quali specializzate nel segmento dei prestiti tra privati (Smartika, Prestiamoci, Soisy, Younited Credit) e due che invece si occupano, seppur con modalità diverse, della raccolta di fondi da destinare alle PMI (BorsadelCredito.it e iBondis). Tuttavia, è previsto a breve lo sbarco sul mercato italiano di Lendix, una piattaforma francese, che già opera in Spagna e Francia⁸⁴. In aggiunta, si rileva anche la piattaforma parabancaria Terzo Valore gestita da Banca Prossima, partecipata a maggioranza da Intesa San Paolo, che dedica un *marketplace* alle organizzazioni no-profit, dove possono pubblicizzare e raccogliere fondi per progetti volti alla valorizzazione del territorio e allo sviluppo dei servizi locali.

⁸⁰ Investiamo pro capite 0,52 euro, rispetto ai 66 del Regno Unito, e siamo 19esimi su 32 Stati in Europa.

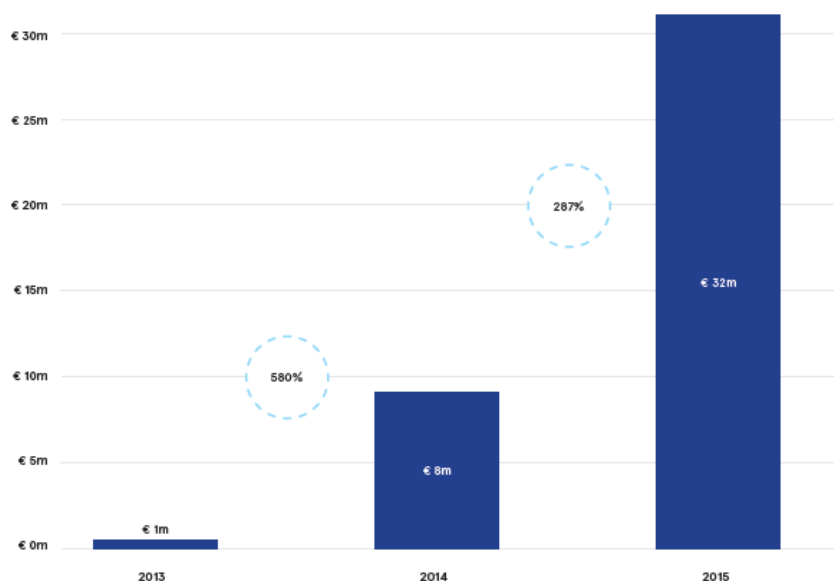
⁸¹ CAMBRIDGE UNIVERSITY, *Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, settembre 2016.

⁸² CAMBRIDGE UNIVERSITY, *Sustaining Momentum: The 2nd European Alternative Finance Industry Report*, settembre 2016.

⁸³ BEBEEZ (report), *Le piattaforme di fintech che finanziano online in Italia: focus sul social lending*, maggio 2016.

⁸⁴ *Startup: quanto vale il mercato del P2P lending in Italia*, Infodata de Il Sole 24 ore, 20 gennaio 2017.

Figura 6: la crescita del crowdfunding italiano



Fonte: Cambridge University (2016)

II.1| Le principali piattaforme italiane

II.1.1|Smartika



- In Italia i primi ad aver creduto nelle potenzialità del *P2P lending* sono stati Maurizio Sella e Pierluigi Loy Donà, i quali nel 2009 hanno lanciato Zopa Italia, dopo aver raggiunto un accordo in franchising con l'omonima piattaforma inglese. Tuttavia, l'attività di Zopa Italia, autorizzata a compiere servizi di pagamento, è stata bruscamente interrotta dopo pochi mesi da un provvedimento emesso dal Ministero delle Finanze che, attraverso l'attività ispettiva della Banca d'Italia, aveva riscontrato i presupposti per la violazione dell'art. 131 TUB, disciplinante la raccolta abusiva di risparmio tra il pubblico⁸⁵. Tre anni più tardi Sella e Donà hanno fondato una nuova piattaforma col nome Smartika⁸⁶, che attualmente è la *leader* in Italia.

⁸⁵ Alla società è stato contestato il fatto d'aver aperto un conto prestatori intestato a sé medesima presso Intesa San Paolo, sul quale giacevano fondi per circa 1 mln di euro in attesa di essere erogati ai prenditori o di essere restituiti ai finanziatori, che sarebbe stato potenzialmente aggredibile dai creditori di Zopa. Inoltre, il TAR del Lazio, chiamato a decidere in secondo grado, ha ritenuto che tra la società e i prestatori si fosse instaurato un rapporto di conto deposito per via delle numerose attività che essi avrebbero potuto compiere con il denaro depositato, anche dopo la conclusione dell'accordo con il richiedente e quindi indipendentemente dal mandato di pagamento. In MACCHIAVELLO E., *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer-to-peer lending*, in *Banca Impresa e Società*, Il Mulino, n.2, 2013.

⁸⁶ Visitabile al sito internet: www.smartika.it

Dal 2011 ha concesso quasi 5.000 prestiti per un ammontare di 25 mln di euro⁸⁷. Nel gennaio del 2016 Smartika s.p.a. ha concluso un aumento di capitale da 3,72 mln di euro, sottoscritto da numerosi *ventur capitalist* guidati della londinese Hamilton Ventures⁸⁸.

Smartika opera come istituto di pagamento ed è quindi un operatore finanziario autorizzato, ai sensi del d. lgs. n.11/2010, a prestare servizi di pagamento su istruzione dei prestatori e dei richiedenti di finanziamenti. La piattaforma offre prestiti da 1.000 a 15.000 euro con scadenze che vanno da 12 a 48 mesi. I requisiti per i richiedenti sono standard e prevedono un'età compresa tra i 18 e i 75 anni e l'intestazione di un conto corrente bancario. Il debitore deve poi dimostrare di essere in possesso di una fonte di reddito sufficiente a rimborsare la provvista.

La *road map* che porta all'approvazione della richiesta di prestito prevede inizialmente l'identificazione dell'utente e, in secondo luogo, la verifica congiunta del suo livello d'indebitamento e della sua storia creditizia, usufruendo delle banche dati messe a disposizione dalla società partner Experian⁸⁹. Una volta completato il procedimento di profilazione, la piattaforma attribuisce la classe di merito idonea (A+, A, B, C e K) e comunica al debitore le condizioni contrattuali. La somma viene dapprima erogata sul conto di pagamento Smartika, dopodiché viene trasferita sul conto corrente bancario/postale dell'individuo in 2-3 giorni lavorativi. Le rate di rimborso vengono versate su conti di pagamento accesi presso Intesa San Paolo, UniCredit e Banca Popolare di Milano (ora Banco BPM), intestati ai prestatori e quindi non aggredibili dai creditori della piattaforma. Smartika naturalmente adotta il modello operativo *client segregated account*, come accade per tutti gli altri operatori italiani.

I richiedenti devono corrispondere, oltre agli interessi passivi, anche una commissione fissa, che comprende sia i servizi istruttori sia la gestione del trasferimento del denaro, che al massimo può raggiungere il 3% della somma erogata.

Il TAN ed il TAEG medi applicati al mercato meno rischioso (A48) sono 5,64% e 6,71%, mentre quelli applicati al mercato maggiormente rischioso (K48) si attestano rispettivamente

⁸⁷ Il rapporto di sintesi pubblicato sul sito rivela che nel primo semestre del 2016 i prestiti sono aumentati del 22% rispetto allo stesso arco temporale del 2015 e la raccolta è aumentata del 30%.

⁸⁸ GIANNETTO E. M., *Il P2P lending: il nuovo volto della finanza*, in *Bancaria*, vol. 72, fasc. 5, maggio 2016.

⁸⁹ Smartika provvede a scandagliare questi dati poiché consente a ciascun debitore accettato di avvalersi di un'apertura di credito pari a 150 euro da utilizzare in caso di illiquidità da parte degli stessi. Nel primo semestre del 2016 il tasso di approvazione è stato dell'8%.

all'8,23% e all'11,78%⁹⁰. Il tasso di *default* è pari al 2,5% nettamente inferiore rispetto a quello di mercato che raggiunge il 6-7%⁹¹.

Sono ammesse a prestare denaro, fino ad un massimo di 50.000 euro, esclusivamente persone fisiche residenti in Italia che abbiano raggiunto la maggiore età e siano intestatarie di un conto corrente. Tutti i fondi da e verso i finanziatori dovranno transitare su un conto di pagamento gratuito presso Smartika, prima di essere trasferiti sul conto personale. Il prestatore ha la libertà di scegliere l'importo, la durata massima del prestito e il rendimento che desidera ottenere, ma se quest'ultimo non è indicato, l'offerta viene formulata per tutte le classi di merito.

Smartika adotta una politica interna volta alla minimizzazione del rischio che prevede la suddivisione del prestito in 50 *tranche* da destinare ad altrettanti debitori, assicurandosi che il singolo contributo non sia inferiore a 10 euro. Il rendimento dipende ovviamente dalla struttura del portafoglio prestiti, tuttavia in media si aggira tra il 5-6%, al netto delle commissioni ma al lordo delle imposte⁹². In modo speculare a Zopa UK l'utente può decidere di reinvestire il capitale rimborsato oppure di trasferirlo presso il suo conto personale. Inoltre, attraverso la funzione denominata "Rientro Rapido", l'investitore può cedere il proprio credito ad altri utenti registrati nella piattaforma, purché non presenti rate insolute o in ritardo, corrispondendo una commissione fissa di 15 euro e una variabile pari fino all'1% della somma erogata.

Nel 2015 il *board* della piattaforma ha approvato la delibera di costituzione del fondo a protezione dei finanziatori, chiamato Smartika Lender Protection, che viene alimentato attraverso piccole trattenute effettuate sulle rate di rimborso. Il fondo interviene decorso un anno dal mancato pagamento e vanificate le azioni di recupero, subentrando al debitore insolvente nel procedimento di rimborso⁹³.

⁹⁰ Considerando che il TEGM registrato dalla Banca d'Italia per il trimestre gennaio-marzo 2017 è di 10,59%, si può notare come i tassi applicati da Smartika siano abbondantemente inferiori rispetto a quelli applicati dal settore bancario.

⁹¹ FILOTTO U., *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Roma, Bancaria Editrice, 2016, p. 53.

⁹² FEDI G. G., *Per gli investitori ritorni più generosi rispetto ai bond*, Il Sole 24 Ore, 11 luglio 2016.

⁹³ A giugno 2016 il fondo registra una capienza di 130.092 euro ed uscite per 34.545 euro a copertura, per la prima volta, di prestiti con più di 12 rate arretrate. Il fondo cresce mediamente di 10.000 euro al mese.

II.1.2| Prestiamoci



- In Italia il secondo *player* per volumi di mercato è la piattaforma Prestiamoci⁹⁴, il cui marchio risulta essere di proprietà della società milanese Agata spa, che a sua volta è partecipata al 17,2%⁹⁵ da Digital Magics, un incubatore di start-up digitali quotato sul segmento AIM di Borsa Italiana⁹⁶. Agata spa dal 2009 opera al pari di una finanziaria poiché ha ottenuto l'autorizzazione dalla Banca d'Italia ad esercitare l'attività di intermediario finanziario *ex art.* 106 TUB⁹⁷ e attraverso la sua controllata PituPay, autorizzata ad esercitare l'attività di istituto di pagamento, gestisce i servizi di pagamento. Prestiamoci finora ha erogato finanziamenti per 3,9 mln di euro per un ammontare massimo di 25.000 euro cadauno.

I criteri di ammissione per i richiedenti, che possono essere anche persone fisiche titolari di partita IVA, sono più stringenti rispetto a quelli di cui si avvale Smartika⁹⁸. Una volta che il materiale è stato allegato alla domanda, Prestiamoci si riserva 24 ore per comunicare l'esito della valutazione. Tale valutazione effettuata attraverso modelli interni ed esterni è propedeutica alla formulazione di un *rating* di rischio idoneo⁹⁹.

Il modulo SECCI¹⁰⁰ (Standard European Consumers Credit Information) disponibile sul sito indica che il TAN può oscillare tra un minimo del 3,90% fino ad un massimo di 10,35%, mentre il TAEG oscilla tra un minimo del 5,25% e un massimo del 16,90%. La differenza tra i due tassi è determinata dall'imposta di bollo sul contratto e da una commissione di amministrazione che varia tra lo 0,5% e il 6,5% dell'importo ricevuto. In caso di morosità gli interessi applicati al debitore saranno calcolati aggiungendo 2 punti percentuali al Tasso Effettivo Globale Medio (TEGM) rilevato trimestralmente dalla Banca d'Italia. Inoltre, non è

⁹⁴ Visitabile al sito internet: www.prestiamoci.it

⁹⁵ Prima dell'aumento di capitale da 2 mln di euro sottoscritto da Innogest sgr, Banca Sella Holding, Club Italia Investimenti 2 e altri investitori minori, la quota di Digital Magics era al 22,4%.

⁹⁶ MOSCA G., *Prestiamoci, due milioni di capitale in più per il prestito sociale*, Il Sole 24 Ore, 18 dicembre 2015.

⁹⁷ L'articolo fissa una riserva di attività a favore degli intermediari finanziari autorizzati dalla Banca d'Italia per l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma. Questa locuzione ricomprende: la concessione di crediti, compreso il rilascio di garanzie sostitutive del credito e di impegni di firma, ed ogni tipo di finanziamento connesso, operazioni di locazione finanziaria, acquisto di crediti, credito al consumo, credito ipotecario, prestito su pegno, rilascio di fidejussioni, avalli, aperture di credito documentarie, accettazioni, girate e impegni a concedere crediti, nonché ogni altra forma di rilascio di garanzie e di impegni di firma. In CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Vicenza, CEDAM, 2015, pag. 362.

⁹⁸ Oltre ai requisiti minimi di reddito, età e conto corrente sono richiesti: un'anzianità lavorativa di almeno 6 mesi per i lavoratori dipendenti o di 24 mesi se libero professionista, un'anagrafica censita da Crif ed Experian, nessun protesto o altra tipologia pregiudizievole, numero massimo di prestiti nuovi negli ultimi 6 mesi pari a 2 ed infine la rata mensile non deve superare il 35% del reddito lordo disponibile.

⁹⁹ Le classi di *rating* in ordine crescente di rischiosità: A, B, C, D, E, F, G.

¹⁰⁰ <https://www.prestiamoci.it/files/Modulo-S.E.C.C.I..pdf>

obbligatorio stipulare una polizza assicurativa. Infine, i debitori rimborsano le rate attraverso il servizio Sepa Direct Debit (SDD) direttamente dal loro conto corrente bancario personale.

Una particolarità di Prestiamoci è che la piattaforma stessa partecipa al finanziamento del progetto, dimostrando di avere *skin in the game*¹⁰¹, facoltà che invece non è concessa a Smartika per via del suo *status* di istituto di pagamento.

I prestatori di Prestiamoci, che dal 2015 possono essere anche investitori istituzionali, devono trasferire i fondi presso un conto provvisorio di Banca Sella. Dopodiché entro 30 giorni dalla sottoscrizione del contratto devono aprire un nuovo conto dedicato sul quale trasferire i fondi del conto provvisorio. L'utente può in maniera del tutto discrezionale selezionare il *pool* di progetti che intende finanziare oppure può fissare un rendimento *target* e demandare l'attività di costruzione del portafoglio alla piattaforma¹⁰². Il prestatore può investire con più quote in un singolo prestito solamente se ha già finanziato 30 prestiti diversi e la provvista è pari ad almeno 1500 euro¹⁰³.

Prestiamoci, dopo aver introdotto due nuove soluzioni di prestiti ratealizzabili in 60 e 72 mesi, ha attivato recentemente uno spazio virtuale adibito a mercato secondario dei prestiti, che consente ai prestatori di acquistare o di alienare quote di prestiti già in essere ma non ancora estinti. Ovviamente il valore di acquisto/alienazione è pari alla porzione di capitale residua della quota stessa¹⁰⁴.

A fine 2014 la piattaforma *P2P lending* TrustBuddy, quotata a Stoccolma, aveva comunicato l'intenzione di acquistare il 100% di Prestiamoci, il cui *equity value* era stato valutato 5,2 mln di euro¹⁰⁵. Tuttavia, la trattativa si è arenata a causa di una pesante crisi aziendale che ha colpito l'operatore scandinavo¹⁰⁶.

¹⁰¹ Prestiamoci partecipa ad ogni progetto finanziato con una quota di almeno l'1% fino ad un massimo del 10%.

¹⁰² Attualmente i profili d'investimento sono 3:

- Profilo base con un rendimento atteso del 4,72%
- Profilo medio con un rendimento atteso del 5,24%
- Profilo alto con un rendimento atteso del 8,87%

¹⁰³ In ogni caso ciascun progetto può essere finanziato al massimo per il 40% da un singolo prestatore.

¹⁰⁴ *Regolamento del marketplace della piattaforma di prestito tra privati* di Agata spa.

¹⁰⁵ Nel 2014 la partecipazione di Digital Magics era del 22,4% e se l'affare si fosse concluso avrebbe guadagnato una plusvalenza di quasi il 400%, avendola acquistata per 300.000 euro.

¹⁰⁶ BEBEEZ (report), *Le piattaforme di fintech che finanziano online in Italia: focus sul social lending*, maggio 2016.

II.1.3| Terzo Valore



- Banca Prossima, istituto di credito controllato da Intesa San Paolo s.p.a., ha da qualche anno lanciato il portale Terzo Valore¹⁰⁷, che attraverso il canale PrestoBene elargisce finanziamenti esclusivamente a organizzazioni no-profit. Persone fisiche e giuridiche possono quindi sostenere, anche semplicemente donando, progetti del terzo settore che hanno la finalità di accrescere i servizi offerti alle comunità locali.

L'ente che si interfaccia con Terzo Valore deve comunicare al portale innanzitutto l'importo che desidera ricevere (tra un minimo di 15.000 euro fino ad un massimo di 900.000 euro), la durata del contratto (da 12 a 120 mesi), il *range* di tassi d'interesse passivi a cui è disposta essere soggetta e se concorrono al raggiungimento della somma anche eventuali donazioni. La domanda, sottoposta al vaglio del *team* di Terzo Valore, deve superare sia criteri di selezione basati sulle caratteristiche oggettive dell'ONP, sia criteri di ammissione legati al progetto stesso. Vengono espletate due istruttorie: una creditizia che verifica la sostenibilità economica ed una sociale che verifica le ricadute positive sulla comunità e la coerenza del progetto con i principi generali del portale.

Se il riscontro ottenuto risulta positivo allora il progetto viene caricato nella sezione Anteprima e si apre un forum di discussione dove l'ONP si presta alle domande degli utenti, decorsi 15 giorni il progetto viene trasferito nella sezione Progetti Aperti.

Banca Prossima mette a disposizione del richiedente un mutuo bancario fino a copertura del 100% dell'importo necessario, tuttavia la quota banca può essere diluita fino a un minimo del 33%. Infatti, la quota prestatori e la quota donatori, corrispondenti alla somma di denaro che il progetto raccoglie attraverso il portale, possono arrivare fino ad un massimo del 77% del totale richiesto. I prestatori possono contribuire con un minimo di 500 euro fino ad un massimo di 10.000 euro se persone fisiche, se invece sono persone giuridiche il tetto sale a 50.000 euro. Il tasso che indicano deve essere naturalmente compreso tra il minimo ed il massimo indicati dalla ONP. Banca Prossima, una volta concluso il periodo di pubblicazione, accantona a titolo di apertura di credito una cifra equivalente alla quota prestatori in favore dell'ONP, a cui potrà attingere unicamente per rimborsare i prestatori in caso di difficoltà.

Se la raccolta non raggiunge l'obiettivo prestabilito i soldi vengono restituiti ai prestatori, in caso contrario l'ONP acquisisce la titolarità dei fondi ed emette una dichiarazione che riconosce il debito nei confronti di ciascun prestatore. Il prestito non è cedibile ma la posizione è rimborsabile anticipatamente. In caso di inadempimento entro 60 giorni, anche di

¹⁰⁷ Visitabile al sito internet: www.terzovalore.com

una sola rata, il contratto viene risolto e l'ONP è tenuta a rimborsare i prestatori entro 30 giorni.

Nella Comunicazione n. 10101143 del 10 dicembre 2010 la CONSOB ha rilasciato un parere dove equipara le iniziative di raccolta fondi a favore di progetti sociali di organizzazioni del terzo settore ad un'offerta al pubblico di sottoscrizione e vendita¹⁰⁸. Tuttavia, la CONSOB proseguendo nell'analisi ha ritenuto applicabile a Terzo Valore l'esenzione di cui all'art. 34 *ter*, comma 1, lettera c) del Regolamento Emittenti n. 11971, che si applica a tutte le società che svolgono qualsiasi attività di offerta diretta a sollecitare il pubblico risparmio.

Dal momento che ogni ONP non può presentare più di 3 progetti da 900.000 euro ciascuno nell'anno solare, cioè in totale 2,7 mln di euro dei quali, sottraendo il contributo di almeno il 33% della quota banca, solo 1,8 mln di euro sono offerti al pubblico e così non si supera il tetto di 2,5 mln (elevato a euro 5 mln dalla delibera CONSOB n.18079/2012) previsto dall'esenzione¹⁰⁹.

L'applicazione della disciplina dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari avrebbe comportato, oltre alla pubblicazione di un prospetto informativo, anche ad un notevole aggravio dei costi amministrativi.

II.1.4| BorsadelCredito.it



- Il portale BorsadelCredito.it¹¹⁰ nasce nel 2013 come piattaforma virtuale di brokeraggio per il credito alle aziende e solo nel settembre del 2015 diventa il primo operatore italiano ad occuparsi di *P2P business lending*. Al vertice del gruppo si trova la *parent company* Business Innovation Lab s.r.l. che, detenendo il 100% delle partecipazioni in entrambe le società, esercita attività di direzione e controllo su due società controllate: Crenway s.r.l. e Mo.Net s.p.a. Quest'ultima è iscritta all'albo degli istituti di pagamento di cui all'art. 114 *septies* TUB, mentre Crenway srl è iscritta all'elenco dei mediatori creditizi presso l'Organismo degli Agenti e dei Mediatori

¹⁰⁸ La CONSOB afferma: “*Nel caso in esame è evidente che la promozione tramite la piattaforma internet secondo le modalità descritte nel quesito [...] ha le richiamate caratteristiche dell'offerta al pubblico. Quanto poi al presupposto che l'offerta al pubblico abbia ad oggetto un prodotto finanziario, non sembra potersi escludere che il contratto di mutuo sottoscritto tra il sostenitore e la ONP sia riconducibile ad un investimento di natura finanziaria. A parte le caratteristiche di standardizzazione del contratto di mutuo – che non vengono meno per la mera possibilità attribuita al sostenitore di scegliere il tasso di rendimento nell'ambito di un range prefissato – nella fattispecie in esame possono agevolmente riscontrarsi sia l'impiego di capitale che l'aspettativa di rendimento e il rischio correlato al progetto alla cui realizzazione si intende contribuire*”.

¹⁰⁹ MACCHIAVELLO E., *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer-to-peer lending*, in *Banca Impresa e Società*, Il Mulino, n.2, pag. 277-336, 2013.

¹¹⁰ Visitabile al sito internet: www.borsadelcredito.it

(OAM). I dati disponibili più aggiornati mostrano che BorsadelCredito.it ha rilasciato oltre 200 prestiti per un totale di quasi 5 mln di euro¹¹¹.

I richiedenti, che possono essere imprese costituite in forma individuale o societaria, professionisti, associazioni e persone fisiche in qualità di consumatori, si rivolgono alla piattaforma per prestiti fino ad un ammontare di 150.000 euro, ai quali viene applicato un tasso che varia tra l'1% e l'8%¹¹².

Al momento della registrazione il richiedente deve comunicare alla piattaforma i suoi dati, dopodiché deve sottoscrivere la modulistica antiriciclaggio e il Contratto Quadro, attraverso il quale vengono disciplinati i servizi di pagamento e i servizi accessori offerti dal gestore Mo.Net spa. Infine, compila un questionario qualitativo e carica *online* i documenti richiesti (visura camerale, bilanci, prospetto centrale rischi, eventuale *business plan*, giustificativi di spesa). L'analisi di bilancio, lo *screening* sulla bontà della storia creditizia e sulla reputazione *online* vengono effettuate internamente attraverso complessi algoritmi che interrogano i *big data* immagazzinati nei Sistemi di Informazione Creditizia (SIC), in particolare di Experian e CRIF¹¹³, ottenendo un riscontro in tempi molto brevi. Il percorso di valutazione della domanda termina con un colloquio al quale partecipano il rappresentante dell'impresa e un *credit analyst*.

Qualora l'esito della valutazione fosse positivo, BorsadelCredito.it assegna al richiedente un mercato di riferimento, che dunque ne determina il tasso d'interesse passivo, e contestualmente apre un conto di pagamento dedicato presso una delle banche d'appoggio¹¹⁴. A tale conto di pagamento è collegata un'apertura di credito utilizzabile solo in caso il debitore riscontri difficoltà nella retrocessione delle rate. La piattaforma entro 30 giorni verifica la compatibilità tra la domanda del richiedente e le offerte dei prestatori, e formula una proposta con indicazione dei tassi, delle commissioni¹¹⁵ e del piano di ammortamento alla francese, che prevede rate mensili costanti.

L'offerta di finanziamenti può provenire sia da persone fisiche sia da persone giuridiche residenti o con sede in uno dei paesi UE. Entrambe le categorie sono soggette ad un limite massimo di partecipazione stabilito in 50.000 euro, derogabile solo per le società autorizzate all'esercizio professionale del credito nei confronti del pubblico. Anche i prestatori sono

¹¹¹ *Le statistiche di ottobre: superati i 200 prestiti verso quota 5 milioni*, News BorsadelCredito.it, consulatabile al sito internet: <http://news.borsadelcredito.it/25172/>

¹¹² SANTELLI F., *Pmi, l'aiuto arriva in rete dalle startup finanziarie*, La Repubblica.it, 16 febbraio 2016.

¹¹³ *Valutare il merito di credito in tre giorni: la magia sta nell'A.I.*, News BorsadelCredito.it. Consulatabile al sito internet: <http://news.borsadelcredito.it/valutare-merito-credito-tre-giorni-la-magia-sta-nellai/>

¹¹⁴ Le banche partner sono: Banca Popolare di Milano (prossimamente Banco BPM), Banca Sistema, Credem, Cariparma e Deutsche Bank.

¹¹⁵ La commissione fissa d'istituto va da un minimo 500 euro a un massimo di 3000 euro.

soggetti ad una valutazione del profilo al fine di scongiurare l'immissione di denaro proveniente da attività illecite/terroristiche.

In seguito, la piattaforma apre un conto di pagamento intestato al prestatore presso una banca depositaria, sul quale vengono trasferiti i fondi da investire e dove transiteranno le rate provenienti dai debitori. Il prestatore è tenuto ad indicare anche il tasso d'interesse che desidera percepire e in quale mercato (in relazione al rischio) vuole investire. Sarà poi compito della piattaforma distribuire su una pluralità di progetti la provvista di denaro suddivisa in quote dell'1%¹¹⁶. Come si può vedere dalla figura sottostante l'investimento di 10.000 euro nel *P2P business lending* risulta essere decisamente più redditizio rispetto agli investimenti tradizionali equiparabili.

Figura 7: investimento di 10.000 euro: paragone tra BorsadelCredito.it e strumenti tradizionali

Caratteristiche	Conto Deposito*	BTP 5 anni**	Obbligazioni societarie***	BorsadelCredito.it
Durata	12 mesi	60 mesi	36 mesi	Da 12 a 60 mesi
Rendimento	0,67%	0,35%	2,45%	5,68%
Interessi lordi	67€	35€	245€	568€
% Tassazione	26%	12,5%	26%	Da 23% a 43%****
Tasse	17€	4€	64€	Da 131€ a 244€
Interessi netti	50€	31€	181€	Da 437€ a 324€

* Nostra elaborazione sui principali conti depositi vincolati al 01.11.2016

** Emissione BTP del 28-31.10.2016

*** Benchmark su 119 fondi del paniere Obbl. Corporate Eur Morningstar al 08.11.2016

**** Dati relativi alle persone fisiche. È possibile prestare anche come persona giuridica, con una tassazione fissa del 27,5%

Fonte: BorsadelCredito.it

BorsadelCredito.it rientra nel novero delle *protected platform* poiché ha istituito un fondo di mitigazione del rischio chiamato BorsadelCredito.it-Protezione Prestatori che interviene, in caso di conclamata insolvenza del debitore, per rimborsare *in toto* o parzialmente i

¹¹⁶ L'opzione *cherry picking*, cioè la decisione di destinare tutte le risorse in un singolo progetto, sarà concessa solo a partire dal 2017 a favore di investitori *retail* che dimostreranno di avere una determinata conoscenza finanziaria.

finanziatori. Prima però è necessario che la piattaforma, in forza del mandato concessore, esperisca tutte le azioni di sollecitazione e recupero del credito che le competono da contratto¹¹⁷. Alla costituzione del fondo concorrono i debitori attraverso l'applicazione di una trattenuta sull'importo erogato¹¹⁸.

Inoltre, la piattaforma ospita anche un mercato secondario dove i prestatori, rispettando un regolamento¹¹⁹, possono cedere le quote di crediti.

II.2| La normativa italiana

Dall'8 novembre 2016 anche l'Italia, seppur con notevole ritardo rispetto al panorama europeo, può vantare un regolamento specifico per il *P2P lending* (o *social lending*), poiché la Banca d'Italia ne ha formalmente riconosciuto l'esistenza introducendo *ex novo* una sezione dedicata nelle Istruzioni di Vigilanza per le banche¹²⁰, precisamente nel capitolo 2 del titolo IX. Queste brevi disposizioni¹²¹ sono il risultato di una consultazione pubblica apertasi nel novembre del 2015, alla quale hanno partecipato professionisti ed associazioni di categoria, esprimendo pareri ed osservazioni sul tema della raccolta del risparmio implementata da soggetti diversi dalle banche.

Uno degli ostacoli più grandi che le piattaforme italiane di *social lending* hanno incontrato sul loro percorso di sviluppo è senza ombra di dubbio la riserva bancaria, infatti il legislatore nazionale, in armonia con le Direttive dell'Unione europea, affida alle banche, in maniera esclusiva, lo svolgimento dell'attività di raccolta del risparmio e l'esercizio del credito *ex art.* 10 TUB¹²². Gli istituti di credito sono sottoposti ad una regolamentazione particolarmente invasiva¹²³, finalizzata al mantenimento della stabilità del sistema ed incentrata su requisiti prudenziali (adeguatezza patrimoniale, contenimento dei rischi, requisiti di liquidità e leva

¹¹⁷ A titolo esemplificativo: 1) la cessione a terzi dei crediti in sofferenza (almeno una rata insoluta), 2) la proposizione di azioni cautelari e di recupero anche in sede giudiziale, 3) sporgere denunce e querele all'attività giudiziaria nel caso in cui ricorrano fatti penalmente rivelanti. Mo.Net spa può decidere anche di acquistare direttamente dal prestatore e poi successivamente cedere il credito.

¹¹⁸ Tale trattenuta varia in ragione al merito creditizio e alle tempistiche di rimborso da un minimo dello 0,38% (A12) a un massimo del 16,69% (F60).

¹¹⁹ Prima di tutto non vi devono essere rate scadute da più di 10 giorni e almeno una rata deve essere stata pagata, non ci deve essere stato nessun ritardo nel corso del pagamento delle rate. Infine, possono cedere i loro prestiti solo coloro che hanno un ammontare minimo di 100 euro di finanziamenti cedibili.

¹²⁰ Circolare della Banca d'Italia n.229 del 21 aprile 1999.

¹²¹ La nuova sezione stabilisce dogmaticamente che gli operatori *P2P lending* non effettuano raccolta del risparmio tra il pubblico.

¹²² Non essendoci un collegamento funzionale esplicito tra le due attività si ritiene che sia sufficiente la coesistenza delle due. Pertanto, non tutto il denaro raccolto deve necessariamente essere convogliato nell'esercizio del credito. In CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Vicenza, Wolters Kluwer, 2015, pag. 244.

¹²³ Si attende peraltro a breve la normativa Basilea IV, che dovrebbe imporre una ricapitalizzazione di 850 miliardi per le banche europee. PLATEROLI A., *Fermate Basilea 4: 17 mila banche in rivolta*, Il Sole 24 Ore, 3 dicembre 2016.

finanziaria¹²⁴) e ad una vigilanza articolata su tre livelli: regolamentare, informativa ed ispettiva.

Il Testo Unico Bancario all'art. 11 estende il margine di copertura della riserva bancaria all'acquisizione¹²⁵ di fondi, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma, effettuata con obbligo di rimborso¹²⁶ e presso il pubblico, specialmente se a vista¹²⁷ o collegata all'emissione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata.

L'interpretazione del concetto di "pubblico", secondo l'orientamento delle autorità bancarie e della giurisprudenza, è molto ampia e finisce col ricomprendere ogni raccolta senza emissione di strumenti finanziari con obbligo di rimborso, con offerta rivolta ad un numero indefinito di soggetti potenziali, e per mezzo di strumenti standardizzati o simil-bancari o diretti a soggetti bisognosi di protezione¹²⁸. L'obbligo di rimborso si ritiene sussistere anche se espressamente escluso ma risultante dall'operatività concreta dell'accordo, che riveli cioè una disponibilità temporanea di moneta.

La vicenda che ha segnato la fine della piattaforma Zopa è un esempio lampante di violazione della riserva bancaria secondo l'art. 130 TUB. Gli ispettori di palazzo Koch avevano infatti rilevato che la piattaforma custodiva somme ingenti di denaro presso Intesa San Paolo, in attesa di essere trasferite sui conti personali dei clienti, su un unico conto (infruttifero) chiamato "Prestatori" ma intestato a Zopa, con conseguente appropriazione della disponibilità di tali fondi da parte della società ed eventuale possibilità per i creditori della stessa di aggredirli in sede di liquidazione, nonostante il conto fosse registrato in bilancio da Zopa come conto d'ordine ed i contratti con i prestatori escludessero tale disponibilità.

Oggi, a seguito dell'introduzione della Direttiva n. 2007/64/CE recepita dal legislatore italiano con il d.lgs. n.11 del 27 gennaio 2010, le piattaforme italiane di *P2P lending*, per evitare di insabbiarsi nella riserva bancaria, hanno a disposizione la possibilità di assumere la forma giuridica di istituto di pagamento. Infatti, al comma 2 *bis* e al 2 *ter* dell'art. 11 TUB è sancita l'esclusione dalla riserva rispettivamente della «ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica» e della «ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento». In tali fattispecie non si concretizza il trasferimento della proprietà del denaro, che rimane nella

¹²⁴ Stabilita al 3% recentemente.

¹²⁵ Questo termine richiama il significato di acquisto cioè il passaggio della proprietà.

¹²⁶ Si usa rimborso e non restituzione poiché non è detto che il deposito venga restituito alla pari e incondizionatamente.

¹²⁷ Si intende la raccolta che può essere ritirata dal depositante in qualsiasi momento senza preavviso o con un preavviso di 24 ore.

¹²⁸ MACCHIAVELLO E., *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Editore, vol. 29, fasc. 2, 2015.

titolarità del datore e quindi resta un patrimonio separato ed autonomo, nonostante venga gestito, in forza di un contratto di mandato, da un istituto di moneta elettronica o da un istituto di pagamento *ex artt. 114 quinquies.1 e 114 duodecies TUB*.

Gli istituti di pagamento sono dunque autorizzati ad effettuare servizi di pagamento¹²⁹ senza che la ricezione di fondi costituisca raccolta del risparmio con obbligo di rimborso presso il pubblico, salvo il rispetto di determinate condizioni: la separazione dei fondi ricevuti dai clienti da quelli dell'istituto (rendendoli inattaccabili da parte dei creditori particolari della piattaforma), la registrazione contabile separata e tempestiva delle operazioni di ciascun cliente e di come sono investite le relative somme, il deposito delle somme presso una banca o investimento in strumenti qualificati o fondi che investano in strumenti qualificanti (come somme di terzi).

Alle piattaforme che decidono di adottare la forma di istituto di pagamento è però preclusa la possibilità di concedere finanziamenti, se non nei ristretti limiti individuati dalla Banca d'Italia e in ogni caso senza utilizzare i fondi ricevuti nell'ambito dei servizi di pagamento. Gli istituti di pagamento sono comunque sottoposti a requisiti per l'inizio dell'attività¹³⁰ e a vigilanza prudenziale, assimilabile a quella bancaria anche se più leggera e con semplificazioni per gli operatori di dimensioni minori¹³¹.

L'art. 114 *octies* TUB prevede, inoltre, la possibilità per tali istituti giuridici di esercitare anche attività accessorie come ad esempio la concessione di crediti in stretta relazione ai

¹²⁹ Sono considerati servizi di pagamento: 1) i servizi che permettono di depositare il contante su di un conto di pagamento e le operazioni di gestione del conto; 2) i servizi che consentono prelievi di contante da un conto di pagamento e le operazioni di gestione del conto; 3) l'esecuzione di ordini di pagamento, incluso il trasferimento dei fondi su un conto di pagamento presso prestatori di servizi di pagamento dell'utilizzatore o presso altri prestatori di servizi di pagamento; 4) l'esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento; 5) l'emissione e/o acquisizione di strumenti di pagamento; 6) la rimessa di denaro (tale essendo quel fenomeno nel quale, senza l'apertura di conti di pagamento a nome del pagatore o del beneficiario, il prestatore di servizi di pagamento riceve i fondi dal pagatore con l'unico scopo di trasferire un ammontare corrispondente al beneficiario o a un altro prestatore di servizi di pagamento che agisce per conto del beneficiario, e/o dove tali fondi sono ricevuti per conto del beneficiario e messi a sua disposizione); 7) l'esecuzione di operazioni di pagamento ove il consenso del pagatore ad eseguire l'operazione di pagamento sia dato mediante un dispositivo di telecomunicazione, digitale o informatico e il pagamento sia effettuato all'operatore del sistema o della rete di telecomunicazione o digitale o informatica che agisca esclusivamente come intermediario tra l'utilizzatore di servizi di pagamento e il fornitore di beni e servizi. In CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Vicenza, CEDAM, 2015, pag. 377.

¹³⁰ All'art. 114 *novies* sono elencate le condizioni di forma, struttura e organizzazione: a) l'adozione della forma di società di capitali o di società cooperativa; b) l'ubicazione della sede legale e della direzione generale deve essere situata nel territorio della Repubblica; c) il capitale sociale deve essere di ammontare non inferiore a quello determinato dalla Banca d'Italia (da 20.000 a 150.000 euro); d) deve essere presentato un programma di attività concernente l'attività iniziale e la struttura organizzativa, unitamente all'atto costitutivo e allo statuto; e) i titolari delle partecipazioni di cui all'art. 19 TUB e gli esponenti devono dimostrare di avere i requisiti di cui agli artt. 25 e 26 TUB; f) non devono sussistere, tra gli istituti di pagamento o i soggetti del gruppo di appartenenza ed altri soggetti, stretti legami che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni della vigilanza. In CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Vicenza, CEDAM, 2015, pag. 379.

¹³¹ Si vedano le *Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica* della Banca d'Italia aggiornate in data 17 maggio 2016.

servizi di pagamento prestati, rispettando i limiti imposti dall'autorità, ovvero la prestazione di servizi operativi o strettamente connessi¹³² e la gestione dei sistemi di pagamento.

Nel caso degli istituti di pagamento, ai quali è vietato partecipare con finanza propria al sostegno dei progetti, il prestito viene formalmente concesso dagli utenti del sito che investono il loro personale denaro. Ciò può avvenire anche nel caso in cui la piattaforma svolga servizi ausiliari in quanto questi potrebbero qualificarsi come servizi aggiuntivi di pagamento o comunque come esercizio del credito per conto altrui, attività che vengono tradizionalmente ritenute avulse dalla riserva bancaria o comunque non considerate al pari dell'erogazione di finanziamenti. Inoltre, la riserva bancaria copre solo l'attività di finanziamento svolta nei confronti dei terzi con carattere di professionalità, difficilmente riconducibile a prestiti di limitato ammontare effettuati su internet come privati¹³³. Tra l'altro i prestatori dei *P2P* italiani sono tenuti a sottoscrivere un documento in cui dichiarano di effettuare il prestito al di fuori di ogni eventuale attività professionale e quindi di non essere soggetti agli obblighi previsti per legge per i prestatori professionali¹³⁴ (inclusa la disciplina del credito al consumo).

Le piattaforme che hanno deciso di adottare questa forma societaria sono Smartika, BorsadelCredito.it e Soisy.

Una forma giuridica alternativa è quella per cui ha optato Agata spa, che gestisce la piattaforma Prestiamoci, infatti in questo caso si tratta di un intermediario finanziario non bancario *ex art.* 106 TUB, sottoposto a disciplina prudenziale simile per molti aspetti a quella bancaria.

In quanto tale Agata spa è autorizzata a partecipare al finanziamento di un progetto, ad offrire servizi di pagamento, ad emettere moneta elettronica e a prestare alcuni servizi di investimento ai sensi dell'art. 18, comma 3 TUF¹³⁵. L'assoggettamento alla vigilanza informativa, regolamentare e ispettiva da parte della Banca d'Italia comporta che essa possa emanare secondo l'art. 108 TUB: *«disposizioni di carattere generale aventi ad oggetto il governo societario, l'adeguatezza patrimoniale, il contenimento del rischio nelle sue diverse*

¹³² Prestazione di garanzie per l'esecuzione di operazioni di pagamento, servizi di cambio, attività di custodia e registrazione e trattamento dei dati.

¹³³ MACCHIAVELLO E., *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Editore, vol. 29, fasc. 2, 2015.

¹³⁴ Si veda punto 9 *Contratto Quadro* di Smartika.

¹³⁵ L'art. 18 comma 3 rimanda all'art. 1 comma 5 che elenca:

a) negoziazione per conto proprio (limitatamente agli strumenti finanziari derivati)
b) esecuzione di ordini per conto dei clienti (limitatamente agli strumenti finanziari derivati)
c) sottoscrizione e/o collocamento con assunzione a fermo ovvero con assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente;
c- bis) collocamento senza assunzione a fermo né assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente.

configurazioni, l'organizzazione amministrativa e contabile, i controlli interni e i sistemi di remunerazione e incentivazione».

II.2.1| Aspetti fiscali

Una delle principali variabili da cui può dipendere il successo, o il declino, di uno specifico investimento è proprio la normativa fiscale. Infatti, se favorevole può giocare un ruolo determinante nello sviluppo di un mercato.

Nel Regno Unito, per esempio, il legislatore ha deciso di sostenere l'ormai già ben consolidato *marketplace* britannico, introducendo un'agevolazione fiscale molto vantaggiosa, che consente agli investitori *retail* di allocare fino a 15.240 sterline annue, attraverso un conto speciale chiamato IFISA, e di beneficiare della completa detassazione degli interessi attivi.

Negli Stati Uniti invece non è prevista alcuna agevolazione fiscale per il reddito prodotto dal *P2P lending*, a differenza dei *long-rate capital gain* che godono di una aliquota forfettaria pari al 15% o al 20%, pertanto gli interessi vengono tassati in base all'aliquota marginale a cui è soggetto il titolare del reddito in sede di dichiarazione. A tal proposito Lending Club da quest'anno ha attivato per i suoi utenti una procedura semplificata per il trasferimento i dati fiscali sulla piattaforma TurboTax¹³⁶. Coloro che invece non usano questo strumento ricevono via posta elettronica uno *statement* riassuntivo in base alla loro attività, come si può vedere nella figura sottostante.

Figura 8: documenti rilasciati da Lending Club per la dichiarazione dei redditi

If you are an investor who:	You will receive this form:	Form Description:	Platform:
Received \$10 or more in net interest payments	1099-OID	Original Issue Discount	Lending Club
Received \$600 or more in incentive, bonus, or other miscellaneous payments from Lending Club	1099-MISC	Miscellaneous Income	Lending Club
Held Notes corresponding to loans that were charged-off in 2015 or received recoveries and/ or net proceeds on Notes which corresponded to charged-off loans or transfers	1099-B (Recoveries and Proceeds from Charged-off Loans)	Proceeds From Broker and Barter Exchange Transactions	Lending Club
Sold Notes on the Note Trading Platform operated by Folio Investing*	1099-B (Folio Investing* Transactions)	Proceeds From Broker and Barter Exchange Transactions	Folio Investing*

Fonte: Lending Club

¹³⁶ Si tratta di un *software* offerto dalla californiana Intuit che, attraverso una serie di domande mirate a definire la posizione fiscale del cliente, predispose la dichiarazione dei redditi. Dalle risposte ottenute TurboTax calcola le deduzioni e in caso di dubbi offre anche un servizio di consulenza dedicata.

Agli investitori che sono attivi anche nel mercato secondario è richiesto un onere aggiuntivo, infatti devono indicare il *cost basis* delle *note* acquistate, depurato da eventuali sconti o maggiorazioni¹³⁷.

Dal momento che negli Stati Uniti investire nel *P2P lending* comporta un trattamento fiscale più svantaggioso rispetto ad altri investimenti, Lending Club e Prosper hanno lanciato una nuova proposta ai loro iscritti, ossia aprire un conto *tax deferred* come l'Individual Retirement Account (IRA), dove depositare gli interessi e beneficiare di un'aliquota ridotta al momento del prelievo.

In ambito domestico il legislatore italiano finora non si è preoccupato di inserire il *P2P lending* all'interno di un programma di tassazione agevolata¹³⁸, quindi al momento gli interessi retrocessi dai debitori sono tassati attraverso l'aliquota marginale progressiva e la pressione fiscale varia a seconda del reddito complessivo del prestatore, penalizzando inevitabilmente i redditi che occupano lo scaglione più alto.

Smartika, al pari di BorsadelCredito.it, applica una ritenuta d'acconto del 26% sugli interessi attivi e rilascia un documento dove sono indicati gli interessi guadagnati nel corso dell'anno d'imposta e la relativa trattenuta¹³⁹. Sarà compito dell'utente riportare i dati, in base alla sua posizione lavorativa, nel modello 730 oppure nel modello Unico¹⁴⁰. Qualora l'aliquota marginale fosse inferiore al 26% l'Amministrazione Finanziaria sarà tenuta a rimborsare il contribuente ovvero a concedere un credito di imposta. Per i redditi da capitale percepiti attraverso la piattaforma Prestiamoci il procedimento è analogo, tuttavia Agata spa non agisce come sostituto d'imposta e non applica ritenute d'acconto alla fonte¹⁴¹.

Una chiosa merita il progetto Terzo Valore infatti qui gli interessi provengono da attività no-profit e per i finanziatori i vantaggi sono maggiori. I soggetti fiscalmente residenti in Italia (persone fisiche, società semplici, enti non commerciali) sono soggetti ad una ritenuta d'acconto del 26% ed hanno l'obbligo di riportare gli interessi percepiti nella dichiarazione IRPEF. Anche i soggetti non residenti (sia società sia persone fisiche) subiscono l'applicazione della ritenuta d'acconto che tuttavia in questo caso si interpreta a titolo

¹³⁷La formula che viene suggerita è: prezzo d'acquisto (*transaction price*) – l'ammontare di denaro ancora da restituire al momento dell'acquisto (*outstanding principal*) – gli interessi maturati al momento dell'acquisto (*accrued interest*). In LENDING CLUB, *2015 Tax Guide for Retail Investors*.

¹³⁸ Quando i titoli di Stato italiani e quelli esteri inclusi nella *white list* sono soggetti ad un'aliquota pari al 12,5%. Mentre gli interessi derivanti da dividendi, obbligazioni, interessi attivi bancari o postali e certificati di deposito scontano un'aliquota sostitutiva del 26% ex art. 44 TUIR.

¹³⁹ FAQ del sito BorsadelCredito.it.

¹⁴⁰ Nel modello 730 vanno inseriti nel Quadro D "Altri redditi", D2, tipo 1. Nel modello Unico viene interessato il Quadro RL "Altri redditi", RL2, tipo 1.

¹⁴¹ *Speciale- Dichiarazione dei redditi 2016* di Prestiamoci.

d'imposta. Al contrario, le società residenti percepiscono gli interessi lordi poiché non scontano nessuna ritenuta alla fonte.

Gli individui che partecipano alle compagnie di *fundraising* di Terzo Valore possono scegliere di elargire risorse a titolo di mutuo oppure sotto forma di donazione o anche in entrambi i modi.

Il TUIR incentiva le liberalità verso organizzazioni del terzo settore stabilendo una serie di agevolazioni a favore dei donatori. Un individuo che intende trasferire una somma a titolo gratuito ad una ONLUS o ad una APS beneficia della detrazione del 19% sull'IRPEF (calcolata sul limite massimo di 2.065,83 euro) o della deducibilità nel limite del 10% del reddito complessivo dichiarato fino all'importo massimo di 70.000 euro secondo la L. 14 maggio 2005 n.80. Un'impresa invece se dona ad una ONLUS beneficia della deducibilità dal reddito d'impresa dichiarato nella misura massima di 2.065,83 euro o del 2% del reddito dichiarato, mentre se dona ad una APS può dedurre fino a 1.549,37 euro o al 2% del reddito d'impresa dichiarato¹⁴².

II.2.2| Problematiche e spunti di riflessione

Il legislatore italiano negli ultimi anni si è dedicato prevalentemente alla regolamentazione dell'*equity-based crowdfunding*, trascurando in maniera negligente la materia del *lending-based*. Le autorità del settore creditizio sono state costrette, di conseguenza, ad individuare all'interno della normativa vigente gli istituti giuridici che potessero offrire contemporaneamente gli strumenti operativi adatti a questa tipologia innovativa di *business* e una sufficiente tutela dei risparmiatori.

L'adozione della disciplina applicata agli istituti di credito con i suoi obblighi patrimoniali, organizzativi e di *governance* avrebbe portato inesorabilmente all'estinzione del settore, e avrebbe reintrodotta il concetto di intermediario specializzato, privando il *P2P lending* di una delle sue caratteristiche fondamentali. Inoltre, il *lending-based crowdfunding* non assume ancora rilevanza sistemica e nemmeno viene percepito ancora dai consumatori come un prodotto sostitutivo al settore bancario, dunque gli strumenti offerti dalla normativa bancaria non erano sufficientemente adatti al caso.

In Italia la ricerca svolta dagli esperti di diritto bancario ha condotto all'individuazione fondamentale di due regimi: l'intermediario finanziario iscritto all'albo *ex art. 106 TUB* e l'istituto di pagamento. Tra le due la disciplina degli istituti di pagamento appare meglio attrezzata, sebbene presenti alcune criticità.

¹⁴² AGENZIA PER IL TERZO SETTORE, *Linee guida per la raccolta fondi*, 2010.

Innanzitutto le piattaforme, se non si appoggiano ad un altro operatore per i trasferimenti di denaro, offrono certamente un servizio di pagamento, ma questo passa in secondo piano rispetto ai servizi di selezione dei progetti e recupero crediti. Inoltre, tale disciplina nasce per proteggere il denaro dei clienti e la continuità dei sistemi di pagamento ma, essendo stata originariamente pensata per soggetti che compiono solamente operazioni di trasferimento del denaro da un conto ad un altro su disposizione dei clienti, si focalizza su obblighi di segregazione dei fondi, di natura contabile, di deposito presso una banca e di puntuale esecuzione degli ordini e prevede misure contro operazioni indebite e opportunistici calcoli sulla data della valuta (d. lgs. n.11/2010). Di conseguenza la *disclosure* riguarda l'intermediario, i costi, il servizio e le misure di protezione dall'uso indebito del servizio, ma trascura tutta una serie di informazioni fondamentali per la sicurezza dell'utente investitore in merito al funzionamento, ai controlli eseguiti in fase di accettazione, ai rischi e ai destinatari del denaro.

Un approccio alternativo consiste nel guardare al fenomeno attraverso gli occhi delle autorità americane, che parificano il *P2P lending* ai prodotti finanziari. La disciplina statunitense si concentra molto sulla trasparenza, soprattutto con riguardo ai richiedenti e ai rischi dell'investimento, ma essendo stata concepita per offerte di grandi *public company*, da un lato è una procedura lunga e dispendiosa, dall'altro il prestatore è costretto ad armeggiare con prospetti informativi eccessivamente dettagliati. Inoltre, si evidenziano notevoli lacune dal punto di vista della tutela del consumatore-richiedente.

In prospettiva europea il prodotto sottoscritto dal prestatore potrebbe assomigliare ai prodotti finanziari¹⁴³ di cui si occupa la Direttiva Prospetti (n. 71/2003/CE), che nasce per assicurare agli investitori standard informativi adeguati ed equivalenti in tutti i paesi dell'Unione. A tal riguardo la CONSOB ha già espresso un parere che andava verso questa direzione in merito canale PrestoBene della piattaforma Terzo Valore, seppur in conclusione concedendo al *P2P lending* di Banca Prossima il beneficio dell'esenzione dal momento che le offerte risultavano essere inferiori rispetto alla soglia fissata per legge. Dunque, l'applicazione della normativa sui prodotti finanziari risolverebbe da un lato il problema legato alla trasparenza, ma dall'altro farebbe lievitare i costi e costringerebbe gli utenti a leggere lunghe informative sature di inutili dati tecnici.

Per il *P2P lending* le conseguenze sarebbero ancora più negative qualora il legislatore qualificasse i relativi prodotti come strumenti finanziari, che con riferimento ai valori mobiliari si basano sul carattere della negoziabilità oltre che dell'investimento e del valore

¹⁴³ Per prodotto finanziario si intende comunemente qualunque investimento di natura finanziaria, che comporta l'impiego di capitali, con attesa di rendimento correlata al rischio sottostante.

monetario, cagionando l'applicazione della disciplina sui servizi di investimento relativa ai soggetti autorizzati, ai requisiti di accesso e prudenziali, alle regole di comportamento ed organizzative (Direttiva MiFID e art. 18 ss TUF e Regolamento CONSOB Intermediari n. 16190 del 29 ottobre 2007).

La negoziabilità, di cui *supra*, sussiste in presenza di trasferibilità nel mercato dei capitali, la quale non si limita esclusivamente ai mercati regolamentati, ma si intende più in generale alla normale o effettiva trasferibilità o idoneità ad essere oggetto di transazioni. Per questo motivo, dal momento che molte piattaforme europee, e italiane, consentono la circolazione dei prestiti o quote di questi tra privati all'interno di un mercato secondario organizzato dalla piattaforma stessa, i relativi prodotti potrebbero essere ricondotti alla categoria di strumenti finanziari e i servizi offerti dalle piattaforme, di conseguenza, alla classe di servizi di investimento¹⁴⁴.

Data la complessità del fenomeno, l'atteggiamento più virtuoso sembra essere quello assunto dai regolatori del Regno Unito e della Francia, che hanno cercato di adottare un profilo pragmatico, implementando una normativa che mira contemporaneamente sia alla tutela dei prestatori sia a quella dei richiedenti, senza tuttavia ostacolare la crescita di un mercato che rivela enormi potenzialità per lo sviluppo di entrambi i paesi.

Entrambe le normative contengono misure rivolte alla trasparenza, alla separazione patrimoniale e/o obbligo di deposito dei fondi presso un soggetto autorizzato, a limitare le attività svolgibili da parte delle piattaforme o l'ammontare degli investimenti/prestiti e obblighi di prevedere sistemi per assicurare la continuità dei contratti in caso di fallimento della piattaforma.

Sono presenti ovviamente delle differenze, che rispecchiano da una parte la cultura normativa francese volta alla stabilità e alla prudenzialità, dall'altra il liberismo inglese che si fonda sul concetto di *laissez-fair* incline a ridurre al minimo l'intervento dello Stato nel mercato. In Francia le piattaforme devono obbligatoriamente stipulare un'assicurazione professionale e utilizzare un modello di contratto standard. La vigilanza non è esercitata da un'autorità pubblica ma se le circostanze lo richiedono nulla osta all'intervento sanzionatorio dell'ACPR. Nel Regno Unito invece ai gestori è richiesto il versamento di un capitale minimo e essi sono sottoposti alla vigilanza dell'autorità pubblica FCA, alla quale devono trasmettere comunicazioni periodiche. Inoltre, le piattaforme sono obbligate a riconoscere ai clienti l'esercizio del diritto di recesso in caso di mancanza di liquidità e la facoltà di rivolgersi ad un

¹⁴⁴ La CONSOB nella Comunicazione n. DAL/97006042 del 9 luglio 1997 riteneva che il servizio si caratterizza per: "Essere un accordo tra l'emittente (o l'offerente) e l'intermediario collocatore, finalizzato all'offerta al pubblico, da parte di quest'ultimo, degli strumenti finanziari emessi, a condizioni di prezzo e (frequentemente) di tempo predeterminate". Quindi la possibilità del prestatore di scegliere il tasso di interesse potrebbe escludere la configurabilità di tale servizio.

ombudsman (un difensore civico), mentre dal punto di vista della trasparenza sembra che gli obblighi siano minori per la mancata imposizione di prescrizioni specifiche in fatto di informazioni da comunicare al cliente.

Riguardo alla trasparenza entrambi i paesi hanno però imposto obblighi di correttezza, chiarezza, visibilità e non ingannevolezza nelle comunicazioni ai clienti¹⁴⁵.

Il fatto che l'Italia non abbia ancora adottato una disciplina specifica per il *P2P lending* lascia agli operatori domestici la possibilità di interpretare le norme del Testo Unico Bancario in maniera personale, tuttavia questo atteggiamento prudente potrebbe rivelarsi vantaggioso in futuro, infatti le numerose esperienze normative estere offrono alle autorità bancarie italiane un ottimo modello per la predisposizione di una normativa efficiente, che sappia valorizzare quelli che sono i punti di forza del *business* e sufficientemente attrezzata per evitare di incorrere negli errori in cui gli altri paesi *first mover* sono già caduti.

Il lavoro del legislatore dovrebbe partire dalla separazione delle piattaforme che acquisiscono il denaro e lo ripartiscono automaticamente sui singoli progetti attraverso algoritmi interni, da quelle che invece svolgono una funzione meramente espositiva dei progetti dei richiedenti e dove l'allocazione delle risorse è demandata alla discrezionalità dei finanziatori. Le prime svolgono un'attività che si avvicina molto a quella delle imprese di investimento e necessita di qualche norma aggiuntiva rispetto alle seconde che assumono un ruolo passivo nella transazione. Inoltre, in relazione al contenimento dei costi bisognerebbe chiarire l'esclusione del *P2P lending* dalla normativa MiFID¹⁴⁶, specialmente se nei contratti sono previste delle clausole che pongono limiti ferrei alla circolazione delle quote.

L'introduzione di una normativa specifica comporterebbe, in aggiunta, l'abbandono delle normative sugli istituti di pagamento e servizi di pagamento quando i servizi non vengono direttamente offerti dalla piattaforma, ma bensì da parte di una banca partner per esempio, oppure seguendo l'interpretazione della direttiva che esclude le piattaforme nei casi in cui i

¹⁴⁵ Si richiede: spese e costi totali e remunerazione delle piattaforme, tasso di default e/o dati su performance, criteri di selezione delle richieste e due diligence, conseguenze in caso di fallimento della piattaforma, rischi, in particolare quelli specifici delle tipologie di investimento in questione, informazioni su richiedente e finanziamento ed eventuali garanzie, eventuale diritto di recesso e di rimborso anticipato, reclami.

¹⁴⁶ La Direttiva MiFID 2004/39/CE poi implementata dalla Direttiva 2006/73/CE, è stata recepita nel nostro ordinamento col d. lgs. n.164 del 17 settembre 2007. Mira ad assicurare alle controparti negoziali una tutela in modalità diverse rispetto al passato che tengono conto del ruolo ora attribuito agli investitori, resi maggiormente consapevoli e partecipi delle dinamiche di mercato, realizzate essenzialmente previo superamento del tradizionale gap informativo che ne ha sempre decretato la debolezza. La CONSOB in seguito con il Regolamento Intermediari n.16190 del 2007 ha apportato notevoli modifiche, anche nella classificazione dei clienti (cliente professionale privato o pubblico, controparte qualificata e cliente al dettaglio). In ogni caso la Direttiva impone agli intermediari lo svolgimento della loro attività con diligenza, correttezza e trasparenza nell'interesse dei clienti e per la salvaguardia dei mercati. L'intermediario deve raccogliere tutte le informazioni sul cliente in merito all'esperienza ed alle sue conoscenze, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento in modo da crearne un profilo. Dopodichè è tenuto a informarlo al fine di consentirgli una valutazione ponderata dell'investimento.

servizi di pagamento non risultano essere l'attività principale o utilizzando l'esenzione per volumi d'affari inferiori ai 3 mln al mese. Un'altra Direttiva molto rigorosa è quella Prospetti, pertanto le piattaforme *P2P lending* dovrebbero contenere le offerte entro il limite fissato dall'esenzione a 5 mln annui.

L'aumento delle asimmetrie informative e l'evidente riduzione della tutela nei confronti delle parti deboli causate dall'esclusione dalle discipline appena citate dovrebbero essere bilanciate da una serie di provvedimenti cautelari, che sanciscano un capitale minimo di garanzia, requisiti di onorabilità e professionalità sia del management sia degli azionisti. Oltre a obblighi di segregazione delle somme, di protezione dei clienti dai pericoli informatici e dal riciclaggio di denaro sporco. Inoltre, nella sciagurata ipotesi che la piattaforma fallisca gli utenti andrebbero tutelati assicurando la continuità dei contratti o per lo meno il rimborso del capitale, obbligando tutti i gestori *P2P lending* a contrarre una polizza assicurativa o a stipulare un accordo di *back-up service* con una parte terza sufficientemente affidabile¹⁴⁷.

Si potrebbero fissare, come accade nella normativa francese e in quella americana, dei requisiti d'accesso parametrati al reddito o al patrimonio.

Per quanto riguarda la *disclosure* sembra preferibile l'adozione di un modello standard e con informazioni minime tipo: struttura, status giuridico e funzionamento della piattaforma, costi, tipologia di prodotti, *due diligence* svolta sulle richieste, rischi specifici, conseguenze in caso di fallimento della piattaforma ed eventuali tutele, tasso di *default*, numero di progetti con ritardi oltre due mesi rispetto al totale di progetti, trasferibilità, rimborso anticipato oltre forme di liquidità e avvertimento del mancato controllo da parte dell'autorità e del regime semplificato. I documenti dovrebbero essere resi disponibili sul sito mentre sono consigliabili rapporti pubblici annuali sull'attività, così come la creazione di uno spazio sulla piattaforma per commenti e *feedback*.

Le piattaforme italiane adottano già alcune delle regole di cui sopra, ma con modalità particolarmente eterogenee, proprio per la mancanza di una disciplina che fissi regole certe e precise, comprese eventuali sanzioni, per tutti coloro che vogliono intraprendere questa tipologia di attività imprenditoriale.

Dal punto di vista della disciplina fiscale si potrebbe fare veramente molto di più per dare slancio e vitalità allo sviluppo del *P2P lending* italiano, che dimostra tra l'altro di perseguire l'obiettivo meritevole di canalizzare denaro verso l'economia reale, a differenza di altri investimenti di natura prettamente speculativa che godono di maggiori benefici fiscali.

¹⁴⁷ Smartika è l'unica che si impegna a gestire il pagamento delle rate fino alla loro estinzione o a cedere i crediti a parti terze al fine di un loro rimborso totale o almeno parziale in caso di fallimento della piattaforma.

Alla Camera giace, per esempio, il progetto di legge n. 3564 rubricato “*Disciplina delle piattaforme digitali per la condivisione di beni e servizi e disposizioni per la promozione dell'economia della condivisione*” che mira a normare l’ampio e controverso settore della *sharing economy*. All’art. 5 si avanza la proposta di fissare un’aliquota sostitutiva del 10% per i prestatori che incassano un ammontare di interessi inferiori a 10.000 euro, una soglia individuata per separare gli attori che esercitano una micro-attività non professionale ad integrazione del reddito e coloro i quali invece operano a livello professionale o imprenditoriale a tutti gli effetti. L’imposta a titolo definitivo verrebbe riscossa dalla piattaforma che assumerebbe le caratteristiche del sostituto d’imposta¹⁴⁸.

Un’occasione persa è indubbiamente l’aver estromesso il *social lending* dai Piani Individuali di Risparmio (PIR), contenuti nell’ultima legge di bilancio (n. 232/2016). Alla base di questo intervento soggiace la volontà da parte del legislatore di far convogliare parte del risparmio privato, detenuto dalle famiglie italiane, verso imprese quotate e non, al fine di ridurre la dipendenza dal canale bancario. Il testo prevede inoltre che il 21% del patrimonio totale investito debba servire per l’acquisto di strumenti finanziari emessi da *mid/small cap*, anche non quotate.

I PIR operano sulla falsariga dell’ISA inglese¹⁴⁹ infatti il risparmiatore può investire, in esenzione d’imposta, massimo 30.000 euro annui fino a raggiungere un tetto cumulativo in cinque anni di 150.000 euro. La detassazione, che comprende l’esenzione anche dalle imposte di successione e donazione, viene concessa per gli investimenti detenuti per almeno tre anni, altrimenti il soggetto viene tassato regolarmente al 26%¹⁵⁰.

Pertanto, la decisione di escludere il *P2P lending* dal novero dei *business* strategici beneficiari di agevolazioni fiscali contenute nella Finanziaria 2017 appare una scelta miope e inutilmente controproducente, dal momento che il *social lending* vanta un tasso di crescita a tripla cifra e nel giro di due/tre anni punta a raggiungere i 300 mln di prestiti erogati, come asserito in una intervista dal fondatore di Smartika Maurizio Sella¹⁵¹.

¹⁴⁸ *Fisco e P2P lending: fino a 10 mila euro, aliquota al 10%?*, blog di Prestiamoci, 11 marzo 2016.

¹⁴⁹ Nel Regno Unito oggi ci sono 500 mld di *asset* negli ISA, in Francia 120 mld nei PEA (Plan d’Epargne Action) e 150 mld nei Tfsa canadesi (Tax Free Saving Accounts).

¹⁵⁰ MARRO E., *Imprese, ecco il piano del governo per richiamare il risparmio privato*, Corriere della Sera Economia, 17 maggio 2016.

¹⁵¹ GIANNETTO E. M., *Il P2P lending: il nuovo volto della finanza*, in *Bancaria*, vol. 72, fasc. 5, maggio 2016.

Capitolo III

IL P2P BUSINESS LENDING

NELLA CRISI D'IMPRESA

Una delle problematiche più sentite all'interno di ciascuna PMI è senz'altro l'individuazione di fonti finanziarie affidabili e durevoli, soprattutto in Italia dove, escludendo un numero particolarmente ristretto di imprese quotate sui listini dedicati di Borsa Italiana che hanno accesso ai capitali scambiati sul mercato azionario, le risorse provengono quasi interamente dal canale bancario¹⁵². Lo ha affermato chiaramente anche il Ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan a Cernobbio in chiusura dei lavori dell'European House Ambrosetti: «*l'Italia è un paese "bancocentrico"*»¹⁵³. La diversificazione delle fonti di approvvigionamento è divenuto un tema ancor più centrale a causa del circolo vizioso creatosi all'indomani della recente crisi finanziaria e dal quale l'Italia, dopo quasi dieci anni, non sembra essere ancora uscita: da un lato gli istituti di credito sono costretti ad accantonare nelle riserve ingenti quantitativi di denaro, in ottemperanza ai nuovi vincoli imposti dalle autorità bancarie europee, piuttosto che destinarli verso l'economia reale finanziando le attività produttive (e le famiglie). Dall'altro le imprese, private della liquidità fondamentale per la loro sopravvivenza, non sono state più in grado di onorare le passività contratte verso le stesse banche, conseguentemente costringendo quest'ultime a compiere grandi svalutazioni a causa dei crediti deteriorati (c.d. *non-performing loan*), minando la stabilità dell'intero sistema economico. La Banca d'Italia ha calcolato che nei bilanci bancari italiani a fine 2015 i crediti deteriorati, al lordo delle corrispondenti rettifiche di valore, ammontavano a 360 mld, di cui 210 mld sussunti a sofferenze¹⁵⁴.

Per quanto riguarda invece il tessuto imprenditoriale italiano, l'ultima fotografia scattata dal centro studi Cerved¹⁵⁵ rivela uno scenario contrastante. Nel secondo trimestre del 2016 i fallimenti sono stati 3.800, in calo del 2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tuttavia, tale riduzione è stata più contenuta rispetto al -3,7% del primo trimestre 2016 e al -11,6% del quarto trimestre del 2015.

¹⁵² In realtà esistono forme di sostegno finanziario alternative come i mini-bond e le cambiali finanziarie, ma le società che ne hanno fatto uso sono un numero limitato (a settembre 2015 l'Osservatorio sui mini-bond del Politecnico di Milano aveva registrato 123 emissioni per circa poco più di 1 mld di euro).

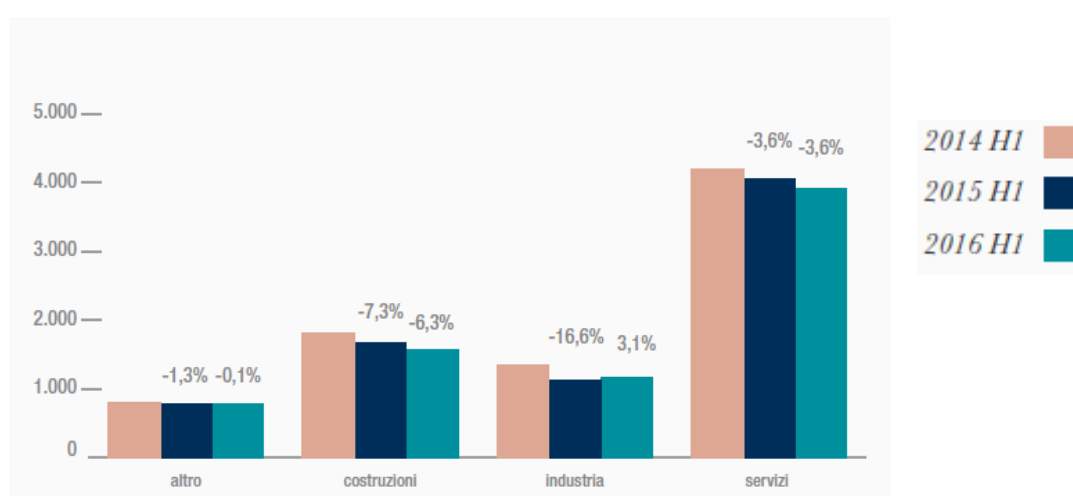
¹⁵³ BUFACCHI I., *L'Italia avrà l'«elemento spagnolo»*, Il Sole24 Ore, 6 settembre 2015.

¹⁵⁴ CIAVOLIELLO L. G. ET AL., *Quanto valgono i crediti deteriorati*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, Banca d'Italia, aprile 2016.

¹⁵⁵ CERVED, *Osservatorio sui fallimenti, procedure e chiusura di imprese*, settembre 2016.

Nella prima metà del 2016 i fallimenti complessivamente sono stati 7.400, in diminuzione del 2,8% rispetto al dato del 2015, sebbene nel comparto industriale il *trend* risulti “negativo” per via di un +3,1% su base annua. Il settore terziario, che racchiude imprese impegnate nell’informazione-intrattenimento, nei servizi finanziari e non finanziari, nella distribuzione, nella logistica e nell’immobiliare, ha registrato una contrazione nel numero dei fallimenti del 3,6% nel 2016, in linea col 2015. Mentre il calo più consistente ha riguardato il settore delle costruzioni, sul quale peraltro la crisi si è accanita con più vigore, con un incoraggiante -6,3% di chiusure non volontarie.

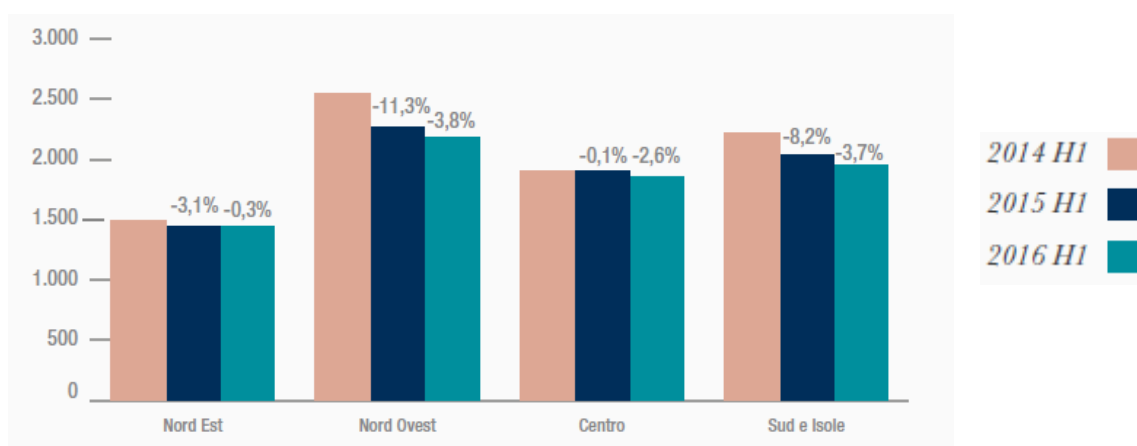
Figura 9: fallimenti per macrosettore nel primo semestre del 2016



Fonte: Cerved (2016)

Dal punto di vista geografico il calo delle procedure fallimentari ha coinvolto tutte le aree del paese. Se si confronta il primo semestre del 2016 con il primo del 2015 si nota che nel Nord-Ovest sono fallite circa 100 imprese in meno (-3,8%). Nel Mezzogiorno la riduzione è stata pressoché analoga (-3,7%), dove il numero dei fallimenti è tornato ai livelli del 2013. Si sono poi ridotti i fallimenti anche nel Centro (-2,6%), mentre nel Nord-Est i fallimenti hanno registrato un calo rispetto al 2015 poco significativo (-0,3%).

Figura 10: fallimenti per area geografica nel primo semestre del 2016



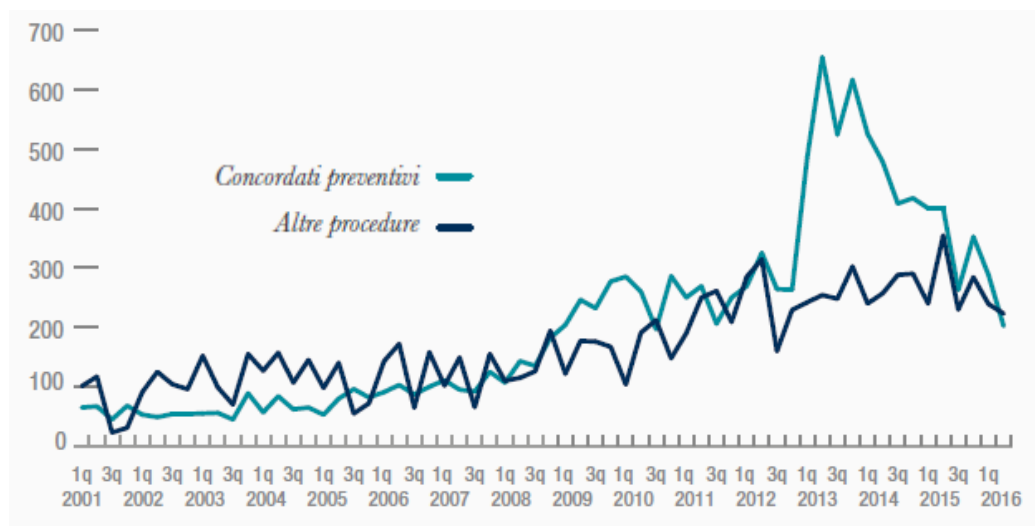
Fonte: Cerved (2016)

Venendo alle procedure finalizzate alla rimozione della crisi, il secondo trimestre del 2016 ha evidenziato un netto calo delle procedure concorsuali non fallimentari. Tra aprile e giugno ne sono state aperte 425, il 43,6% in meno dello stesso periodo del 2015, meno della metà di quelle registrate durante il picco del 2013.

Si tratta di un *trend* in atto dal 2014, che ha portato sotto quota 1000 il totale di procedure dei primi sei mesi dell'anno (-31,7% vs primo semestre 2015). Le statistiche indicano che nella prima metà del 2016 si sono ridotte pesantemente sia le domande di concordato preventivo (-39%) sia le altre procedure (-22%).

La serie storica delle domande di concordato preventivo in Figura 12 mostra un andamento altalenante, segnando un graduale aumento nel 2009 e un picco nel 2013, per poi crollare nei trimestri successivi. Tale discontinuità è frutto di una serie di interventi legislativi, tra i quali spiccano l'introduzione nel settembre 2012 del concordato prenotativo (che permette di bloccare le azioni esecutive dei creditori in attesa di presentare la documentazione necessaria ad aprire la procedura vera e propria) e le successive modifiche introdotte nel 2015, che hanno introdotto dapprima le offerte concorrenti e successivamente reintrodotta le soglie minime di soddisfazione per i creditori chirografari. Anche i pre-concordati sono quasi dimezzati tra il 2015 e il 2016, toccando quota 765 a livello semestrale e 298 a livello trimestrale (aprile-giugno).

Figura 11: andamento storico dei concordati preventivi e delle altre procedure risolutorie della crisi



Fonte: Cerved (2016)

Nonostante, finalmente, il numero delle procedure concorsuali abbia segnato trasversalmente un'inversione di tendenza, in valore assoluto rimangono ancora tante rispetto ai livelli pre-crisi¹⁵⁶. Inoltre, le erogazioni di credito da parte delle banche sono aumentate di percentuali irrilevanti¹⁵⁷, tanto da far presagire che le PMI italiane dovranno convivere ancora parecchio tempo con il fenomeno del *credit crunch*.

La domanda ora è: possiamo sfruttare i vantaggi del P2P business lending nella crisi d'impresa, per sopperire a questa carenza generalizzata di liquidità?

Normalmente le piattaforme di *P2P business lending* si rivolgono a imprese medio-piccole solvienti e in buona salute¹⁵⁸, che richiedono finanza aggiuntiva per compiere un determinato investimento, oppure per finanziare il circolante. Inoltre, una delle caratteristiche principali di tali operazioni è quella di costruire l'importo totale del finanziamento grazie alla somma di tanti piccoli versamenti, in modo da ridurre al minimo l'esposizione dei prestatori nei confronti di ciascun finanziato.

Visti i presupposti alla domanda iniziale parrebbe doversi dare una risposta negativa, tuttavia i dati sul *P2P lending* mostrano uno scenario in continua evoluzione, caratterizzato da tassi di crescita frenetici, tali da attirare l'attenzione delle grandi banche, ma anche dei colossi del

¹⁵⁶ Come si può vedere dalla Figura 12 i concordati preventivi antecedenti alla crisi del 2008 erano tra i 50 e i 100 per trimestre, mentre le altre procedure circa 70 per trimestre.

¹⁵⁷ DI PALMA S., *I prestiti non decollano sul quantitative easing scoppia il caso Italia*, La Repubblica, 20 giugno 2016.

¹⁵⁸ In BorsadelCredito.it l'impresa richiedente deve essere attiva da almeno un anno, avere un fatturato annuo minimo di 50.000 euro e non aver mai avuto pregiudizievoli (debiti non onorati, protesti, ipoteche legali etc.).

web come Alibaba e Google, che hanno cominciano a stringere *partnership* con piattaforme affermate o a svilupparne di proprie¹⁵⁹. Nel giro di pochi anni il *P2P lending* sembra avere tutte le possibilità per sviluppare un mercato solido e ipoteticamente alternativo al settore bancario, con volumi di parecchi miliardi. Non a caso, nei prossimi mesi la piattaforma francese Lendix è pronta a investire nel nostro paese, forte dei 57 mln di prestiti erogati a 180 PMI in soli due anni¹⁶⁰.

L'obiettivo della tesi è guardare a queste piattaforme non più come ad un semplice mezzo per ottenere microprestiti, ma come ad uno strumento per raccogliere risorse da destinare ad un'impresa in difficoltà, che vuole restare sul mercato, ma necessita di un aiuto finanziario esterno. Così creando una nuova opportunità di approvvigionamento finanziario, che applichi tassi più contenuti rispetto alla concorrenza ed eroghi il denaro in tempi molto più ristretti. Tutto ciò svolto naturalmente sotto la protezione delle procedure risanatorie contenute nel Regio Decreto n. 267/1942 (ossia la Legge Fallimentare).

Anzitutto va specificato che questi finanziamenti si inseriscono in un programma di ristrutturazione volto alla continuità aziendale, che tenta di prevenire il fallimento e rivitalizzare i complessi produttivi, pertanto la tesi non si occupa delle procedure che determinano la cessazione dell'attività lavorativa (fallimento, concordato fallimentare, concordato preventivo liquidatorio)¹⁶¹. Al contrario, l'attenzione viene posta sulle procedure finalizzate alla rimozione dello stato di crisi, o addirittura dell'insolvenza, a cui possono rimettersi le imprese c.d. "fallibili"¹⁶².

L'analisi, dunque, verte su: piano attestato di risanamento *ex art. 67*, comma 3, lettera d), accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182 bis* e concordato preventivo in continuità aziendale di cui all'*art. 186 bis*.

A differenza dei meri accordi stragiudiziali, estranei alla protezione della legge, si tratta di procedure adeguatamente normate che offrono, a seconda della tipologia, protezione alle parti coinvolte, sia nella fase di implementazione, sia anche nella sciagurata ipotesi di un successivo fallimento.

Alla raccolta dei fondi effettuata sulla piattaforma si ipotizza possa partecipare tutta la platea degli *stakeholder* aziendali, ovverossia tutti coloro che influenzano direttamente o indirettamente il ciclo economico dell'impresa, o semplicemente trattano beneficio dalla

¹⁵⁹ POPPER N., *Meet Marcus, Goldman Sachs's Online Lender for the Masses*, The New York Times, 18 agosto 2016 e SON H., *JP Morgan Working With On Deck to Speed Small-Business Loans*, Crowdfund Insider, 2 dicembre 2015.

¹⁶⁰ *Startup: quanto vale il mercato del P2P lending in Italia*, Infodata de Il Sole 24 ore, 20 gennaio 2017.

¹⁶¹ Sono escluse anche liquidazione coatta amministrativa e amministrazione straordinaria delle grandi imprese poiché non sono procedure adatte alle PMI.

¹⁶² Per fallibili si intende che soddisfano i requisiti dimensionali posti all'*art. 1*, comma 2 L.F.

sua presenza. *In primis* vi sono i dipendenti, che generalmente non possiedono nessun mezzo per poter contribuire attivamente alla ristrutturazione (se non indirettamente nella fase di crisi accettando i contratti di solidarietà per evitare esuberi). Dunque, potrebbero investire nell'impresa parte dei loro risparmi nell'ottica di salvaguardare il loro posto di lavoro.

A dire il vero i dipendenti hanno già a disposizione un particolare strumento per salvare l'impresa ed evitare il dissipamento del *know-how* acquisito: il c.d. *workers by-out*. Si tratta di un'operazione di conversione di debito in *equity*, e quindi di capitale di rischio, nella quale i dipendenti trasformano il loro TFR o le mensilità arretrate nel capitale sociale di una cooperativa, divenendone pertanto i soci proprietari, o gli affittuari se la scelta ricade sullo strumento dell'affitto d'azienda. Tuttavia, un *workers by-out* presuppone che l'impresa sia stata dichiarata fallita dal Tribunale, con tutte le conseguenze negative del caso, soprattutto sul valore di avviamento e delle quote partecipative.

Altri *stakeholder* sono rintracciabili nell'indotto e lungo la filiera produttiva a cui partecipa la stessa impresa dissestata: a monte si trovano i fornitori, i quali spesso sono esposti verso l'impresa e nutrono la speranza che questa, risolleandosi, possa onorare i suoi debiti. Peraltro, in Italia i creditori chirografari ottengono in media meno del 20% del totale del credito da una liquidazione fallimentare. A valle invece si trovano i clienti, per i quali il fallimento dell'impresa comporterebbe il blocco della fornitura, quindi essi non vogliono privarsi di tale rapporto commerciale, indipendentemente che si tratti di altre imprese o di consumatori finali.

In aggiunta, fanno parte degli *stakeholder* anche i gruppi d'interessi locali come i residenti delle aree limitrofe o le istituzioni statali, come per esempio l'amministrazione locale, che notoriamente beneficiano delle esternalità positive prodotte da un'azienda sana che produce ricchezza per il territorio.

Oggetto dell'analisi è un vero e proprio versamento di capitale a titolo di debito, composto da tanti piccoli apporti effettuati da ciascun *stakeholder*, il quale decide di far transitare questa somma attraverso una piattaforma di *P2P business lending*, che ne cura il successivo rimborso e i servizi secondari connessi.

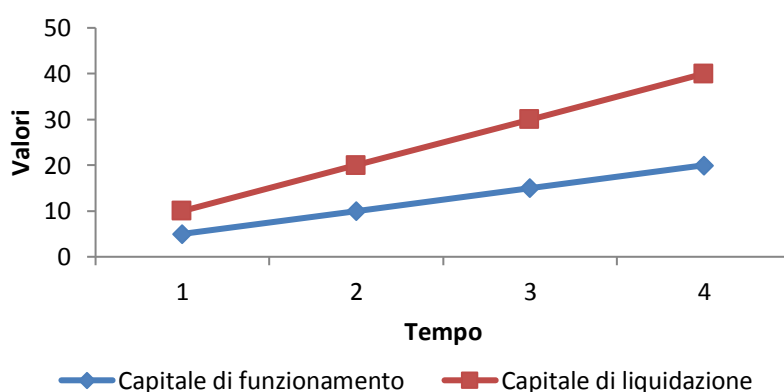
L'aumento del rischio di credito che si produce passando da un finanziamento che prima veniva frammentato, in virtù della logica della diversificazione, in tante piccole *tranche* da indirizzare ad un numero elevato di richiedenti (*individual-crowd loan*), a un finanziamento che non prevede più tale frammentazione, ma appunto viene concesso ad un singolo richiedente (*crowd-individual loan*), viene controbilanciato da fattori che non sono legati ad un semplice interesse speculativo, ma vedono nella rimozione della crisi che affligge l'impresa e ne

impedisce la produzione di ricchezza, la possibilità di salvaguardare l'occupazione e di riattivare tutta la comunità di imprese che interagisce con essa e crea valore.

III.1| Le procedure risolutorie della crisi d'impresa

L'imprenditore che versa in stato di crisi¹⁶³ deve individuare accuratamente, e possibilmente per tempo, all'interno del ventaglio di possibilità offerto dalla Legge Fallimentare la procedura, concorsuale o paraconcorsuale, che meglio collima con le sue esigenze. Il primo passo da compiere è individuare le cause che hanno portato all'attuale stato di crisi: può trattarsi di cause industriali (eccessiva onerosità, scarsa domanda, scarsa qualità del prodotto) o di cause finanziarie (eccessivo indebitamento, investimenti inadeguati) ovvero di un mix di entrambe. Laddove la crisi sia irreversibile, è fondamentale che la scelta ricada su una procedura concorsuale liquidatoria, che consenta una tempestiva uscita dal mercato, per evitare un ulteriore depauperamento del patrimonio societario a danno dei creditori. Nel caso in cui invece le condizioni interne ed esterne consentano la permanenza sul mercato¹⁶⁴, la strada da intraprendere è quella del risanamento (con tutto quello che ciò comporta in termini di difesa dei posti di lavoro, mantenimento degli *intangibles* aziendali, evitata svalutazione dell'avviamento e di altre utilità). La prospettiva liquidatoria prevale tipicamente quando gli incrementi patrimoniali sono maggiori rispetto a quelli realizzabili in condizioni di operatività (funzionamento), cioè quando la forbice tra il capitale di liquidazione ed il capitale di funzionamento di allarga eccessivamente¹⁶⁵.

Figura 12: andamento dei valori prospettici del capitale di liquidazione e di funzionamento



Fonte: IPSOA Scuola di formazione

¹⁶³ Per stato di crisi si intende anche lo stato di insolvenza, come stabilito dalla legge di interpretazione autentica n. 273/2005 all'art. 36 in merito al 1 comma dell'art. 160 L.F.

¹⁶⁴ Le condizioni interne sono: l'impresa produce ancora valore (prodotto), lo riesce a collocare sul mercato (mercato) e riesce a reperire risorse per realizzare il risanamento (nuova finanza). Le esterne sono: il *business plan* crea ancora valore e la gestione futura è in netta discontinuità gestionale rispetto al passato.

¹⁶⁵ POLLIO M., *Il Piano attestato di risanamento*, IPSOA Scuola di formazione, 2015.

Il risanamento aziendale ha lo scopo di ristabilire l'equilibrio interno su tre fronti:

- Finanziario
- Economico
- Patrimoniale

Un'impresa può dirsi equilibrata finanziariamente quando mantiene con sufficiente stabilità e continuità la bilancia tra entrate e uscite. L'equilibrio economico è invece la capacità di conseguire nel lungo periodo una redditività adeguata a remunerare il capitale investito, mentre l'equilibrio patrimoniale si snoda nell'attitudine dell'impresa a mantenere con continuità le attività ad un valore superiore rispetto allo *stock* delle passività.

Nella seconda edizione delle *“Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi”*¹⁶⁶, il CNDCEC, in collaborazione con Assonime e UniFi, ha individuato le variabili da cui deve dipendere la scelta dello strumento più idoneo a rimuovere la crisi aziendale, sono le seguenti:

1. Il fabbisogno di liquidità a breve periodo
2. Numero e caratteristiche dei creditori
3. Rischio di perdita della continuità
4. Rischio di dispersione del patrimonio per effetto di azioni esecutive
5. Rischio di alterazione *par condicio* a causa di iscrizioni di ipoteche giudiziali o di compensazione
6. Esistenza di contratti onerosi non rinegoziabili
7. Presenza di perdita del capitale
8. Gravità della crisi e necessità di ottenere nuova finanza urgente

L'ipotesi di finanziamento di un'impresa che versa in una situazione di criticità non può prescindere dallo studio della disciplina prevista dal legislatore in materia di ristrutturazioni aziendali.

III.1.1| Il piano attestato di risanamento

Il piano attestato di risanamento è una procedura stragiudiziale tipizzata all'art. 67 comma 3 lett. d) L.F., non soggetta al preventivo vaglio del Tribunale, finalizzata alla ripresa regolare dell'attività, scongiurando l'apertura di una procedura concorsuale. Si tratta di un accordo stipulato tra l'imprenditore in crisi ed una parte dei suoi creditori, in numero non specificato dalla legge, che mira al recupero dell'equilibrio finanziario e al risanamento dell'esposizione

¹⁶⁶CNDCEC, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, seconda edizione, 2015.

debitoria. Non essendo sottoposto alla regola della *par condicio creditorum*, la legge non obbliga l'impresa alla pubblicazione del piano nel registro dell'impresa, men che meno alla sua divulgazione al pubblico, salvo che essa non desideri ottenere dei benefici fiscali sull'eventuale emersione di sopravvenienze attive¹⁶⁷.

Il piano attestato di risanamento è uno strumento giuridico tanto flessibile in relazione al programma di attività che può contenere, quanto fragile dal punto di vista della protezione offerta alle parti in caso di successivo fallimento.

Il dispositivo non specifica la natura degli atti che l'imprenditore è tenuto a mettere in pratica, pertanto non essendoci dei veri e propri vincoli, il piano può basarsi anche solamente su un accordo con i maggiori creditori volto alla ristrutturazione del debito, oppure sull'alienazione di cespiti non strategici e/o sull'ottenimento di risorse da nuovi finanziatori.

Venendo alla protezione, l'art. 67, comma 3, lett. d) L.F. stabilisce l'esenzione dall'azione revocatoria per: *«gli atti, i pagamenti e le garanzie concesse sui beni del debitore purché posti in essere in esecuzione di un piano che appaia idoneo a consentire il risanamento della esposizione debitoria dell'impresa e ad assicurare il riequilibrio della sua situazione finanziaria; un professionista indipendente designato dal debitore, iscritto nel registro dei revisori legali ed in possesso dei requisiti previsti dall'articolo 28, lettere a) e b) deve attestare la veridicità dei dati aziendali e la fattibilità del piano; [...] il piano può essere pubblicato nel registro delle imprese su richiesta del debitore»*. Esenzione che viene estesa dall'art. 217 bis L.F. ai reati di bancarotta preferenziale (art. 216, comma 3 L.F.) e di bancarotta semplice (art. 217 L.F.) per i pagamenti e le operazioni compiute in esecuzione del medesimo piano.

L'interpretazione prevalente¹⁶⁸ ritiene che l'esenzione da revocatoria riguardi gli atti "anormali" di cui all'art. 67, comma 1 L.F. e gli atti "normali" di cui al comma 2 della medesima disposizione¹⁶⁹, escludendo la copertura degli atti rubricati agli artt. 64 e 65 L.F. e quelli soggetti a revocatoria ordinaria. Inoltre, il rilascio dell'esenzione è subordinato all'inserimento degli atti nel testo del piano ed alla conoscenza del terzo nei cui confronti l'atto è compiuto.

¹⁶⁷ L'art. 88, comma 4 ter TUIR stabilisce che la riduzione dei debiti ottenuta attraverso una procedura risolutoria non costituisce sopravvenienza attiva per la parte che eccede:

- Le perdite, pregresse e di periodo, previste dall'art. 84 TUIR, senza considerare il limite dell'80%
- Gli interessi passivi e oneri finanziari assimilati di cui all'art. 96 comma 4 TUIR, cioè quelli ineducibili nel periodo di imposta poiché eccedenti il 30% del ROL e scomputabili negli anni successivi.

¹⁶⁸ BONFATTI S., *Le procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa: opportunità e responsabilità*, IL CASO.it, 12 ottobre 2010.

¹⁶⁹ Per atti anormali si intendono quelli in cui è il terzo a dover dare prova della sua non conoscenza della scientia decoctionis del debitore, mentre gli atti normali sono quelli in cui è il curatore a dover provare la conoscenza della scientia decoctionis in capo al terzo.

In realtà gli esperti ritengono che non sia obbligatoria l'esplicita dichiarazione di ogni singolo atto in modo espresso, ma resta strettamente consigliato all'*advisor* di enucleare in modo dettagliato le operazioni cui si intende assicurare la protezione, poiché il piano stesso e l'attestazione del professionista, non essendo soggetti ad omologazione preventiva da parte del Tribunale, restano esposti ad una verifica postuma di conformità alla fattispecie legale e ad una verifica della data certa. Qualora la procedura fallimentare si sostituisca a quella del piano di risanamento, il giudice delegato compie una valutazione sull'idoneità del piano a consentire il risanamento societario e sull'esistenza dell'attestazione di veridicità e fattibilità del programma. Nell'eventualità che la valutazione risultasse negativa, il piano e gli atti in esso contenuti, non potrebbero essere resi opponibili alla richiesta di azione revocatoria da parte della curatela.

Il progetto di rivitalizzazione della società deve focalizzarsi su due aspetti in particolare: il profilo industriale e il profilo finanziario. Il primo è volto al riposizionamento dell'impresa nel mercato e non può prescindere da una manovra di razionalizzazione dei costi, al fine di migliorare il *rating* e riottenere la fiducia dagli *stakeholder*. L'incisività del programma di risanamento va ponderata in base alla gravità della crisi, se acuta deve prevedere la liquidazione di *asset* non più funzionali o interi rami d'azienda, se meno profonda dovrebbe essere sufficiente una consistente riduzione dei costi.

Ad ogni modo resta fondamentale la riduzione dell'esposizione debitoria, infatti il piano in ambito finanziario deve prevedere una riorganizzazione delle fonti di finanziamento e, se possibile, una diminuzione della dipendenza da risorse di natura bancaria, ipoteticamente mediante l'apporto di *fresh money* da parte di un nuovo investitore. La riorganizzazione del debito va negoziata inevitabilmente con il ceto bancario, attraverso diverse metodologie: riscadenzamento dei mutui, conversione del debito in *equity*, consolidamento debito a breve termine, conferma linee autoliquidanti, richiesta di nuova finanza.

Il quadro appena delineato mostra come il legislatore lasci molto spazio all'intraprendenza dell'imprenditore, purché ovviamente le attività contemplate dal piano siano congrue con la finalità di una permanenza *going concern* dell'impresa sul mercato. A garanzia di ciò la legge esige che un professionista, nominato dal debitore, compia un'anamnesi dell'azienda sulle cause del dissesto e rediga successivamente una relazione che attesti la corrispondenza dei dati aziendali alla realtà e la tenuta del piano.

Tuttavia, nell'eventualità in cui il Tribunale, su istanza di qualcuno, dichiarasse il fallimento dell'impresa, i creditori coinvolti nel programma di ristrutturazione, specialmente coloro che hanno contribuito con risorse finanziarie, godrebbero di una protezione alquanto debole.

Infatti, la legge, se da un lato autorizza l'imprenditore a predisporre il piano in modo del tutto autonomo e ipoteticamente in segretezza, dall'altro non riconosce la prededucibilità a nessun finanziamento previsto dal piano, come invece si vedrà in seguito nelle altre due procedure risanatorie. Inoltre, non essendo previsto il blocco automatico delle azioni individuali (esecutive e cautelari) dei creditori, salvo che non si siano impegnati espressamente a non agire, essi dunque restano liberi, in qualsiasi momento, di intraprendere qualunque iniziativa personale a tutela dei loro interessi, compresa anche la presentazione dell'istanza di fallimento presso il Tribunale, la quale comprometterebbe seriamente la realizzazione del piano.

Ciò detto, il rischio di credito a cui sono soggetti i finanziatori può essere ridotto mediante il rilascio di una garanzia reale (pegno o ipoteca) da parte dell'imprenditore, ma esclusivamente su beni di sua proprietà. Infatti, è perfettamente ragionevole che a fronte di nuove elargizioni venga richiesto un collaterale su un bene appartenente al patrimonio aziendale (un macchinario, un immobile etc.). La legge non ostacola queste operazioni, salvo naturalmente che non abbiano lo scopo di far acquisire ad un soggetto una posizione privilegiata rispetto ad altri creditori.

III.1.2| L'accordo di ristrutturazione dei debiti

Seguendo un ordine basato sul livello di pervasività del Tribunale, il secondo strumento messo a disposizione dell'imprenditore in stato di crisi, talora insolvente, è l'accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182 bis L.F.* Anche in questo caso non si tratta di una procedura concorsuale, poiché non si applica la regola della *par condicio creditorum* e i crediti maturati durante il suo svolgimento non sono prededucibili¹⁷⁰. Tuttavia, l'accordo è soggetto al controllo preventivo del giudice, che ne rilascia l'omologazione con decreto, pena l'impossibilità a procedere.

A differenza del piano attestato, dove il raggiungimento di un compromesso con i creditori non è strettamente obbligatorio, anche se in realtà tautologicamente inevitabile, nell'accordo di ristrutturazione dei debiti la legge sancisce espressamente che il risanamento societario debba compiersi attraverso una trattativa fra l'imprenditore e un numero minimo di creditori. Affinché nessuna iniziativa funzionale alla riorganizzazione delle passività dell'impresa sia preclusa, l'art. 182 *bis* non entra nel merito del contenuto dell'accordo.

Tra la documentazione da presentare al Tribunale vi deve essere anche la relazione di un professionista, designato dall'imprenditore, che svolge un ruolo cruciale in quanto ha il

¹⁷⁰ Anche se il Reg. Eur. N.848/2015 ritiene che possa essere ricompreso nell'ambito delle procedure concorsuali per via del soddisfacimento integrale dei creditori non aderenti. In BROGI R., *La finanza interinale urgente*, in Osservatorio sulle Crisi di Impresa, 10 aprile 2016.

compito di asseverare la veridicità dei dati aziendali e soprattutto la fattibilità dell'accordo stesso, con particolare riferimento alla sua idoneità ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori estranei. Infatti, la legge stabilisce che l'accordo debba essere raggiunto con i titolari di almeno il 60% dei crediti e, al tempo stesso, soddisfare integralmente i crediti di coloro che non vi hanno aderito. Il pagamento di quest'ultimi va effettuato entro 120 giorni dall'omologazione se i crediti sono scaduti, altrimenti dalla loro scadenza naturale (c.d. scaduto fisiologico). Naturalmente nulla vieta all'imprenditore di accordarsi anche con il 100% dei suoi creditori.

La documentazione da depositare presso la cancelleria del Tribunale è la stessa prevista per il concordato preventivo all'art. 161 LF, invero la legge prevede una sorta di corrispondenza biunivoca itinerale tra le due procedure, poiché la presentazione di una domanda di concordato in bianco può trasformarsi agevolmente in una domanda ai sensi dell'art. 182 *bis* e viceversa.

Al raggiungimento della soglia del 60% vanno computati i debiti non scaduti e i debiti tributari oggetto di una transazione fiscale, tuttavia vanno esclusi i crediti derivanti da finanziamenti erogati in funzione della presentazione della stessa domanda, dubbio invece è il trattamento da riservare ai crediti condizionali e di regresso.

Dal 2010 il comma 6 dell'art. 182 *bis* ha introdotto il c.d. pre-accordo che, simile per certi versi alla domanda di concordato in bianco, ma diversa poiché offre la possibilità all'imprenditore di proseguire nelle trattative con il ceto creditorio senza interferenze da parte del Tribunale. Inoltre, mediante il semplice deposito di un'istanza unilaterale, egli usufruisce del blocco anticipato, già nella fase di negoziazione, delle iniziative individuali dei creditori. Il diritto dei creditori di tutelare le proprie ragioni, costituzionalmente garantito, viene momentaneamente compresso, per evitare che l'aggressione del patrimonio societario possa compromettere il raggiungimento di un accordo mutualmente apprezzabile.

Tale protezione s'innescia automaticamente, ma a patto che al Tribunale pervengano atti e documenti che dimostrino in modo incontrovertibile che fra il debitore e i creditori sono in corso delle trattative su un testo di accordo di ristrutturazione o quantomeno su una puntiazione del medesimo, che, una volta avallato, sia concretamente realizzabile e idoneo a consentire l'integrale soddisfazione dei creditori non aderenti.

In assenza di un pre-accordo il deposito della domanda e la sua conseguente pubblicazione nel registro delle imprese comportano il blocco temporaneo delle azioni esecutive e cautelari per 60 giorni. Per di più con l'accordo di ristrutturazione dei debiti, indipendentemente che sia concluso o meno, si congela fino alla data di omologazione la causa di scioglimento di società per azioni, a responsabilità limitata e cooperative riconducibile alla perdita del capitale sociale

(art. 182 *sexies* L.F.). Si ritiene che però nel piano debba prevedersi una ricapitalizzazione che riporti il capitale sociale almeno alla soglia minima prevista dalla legge.

L'omologazione giudiziaria produce effetti legali molto più incisivi rispetto a quelli che la legge indica per un piano attestato di risanamento. Sono i seguenti:

- L'esenzione da revocatoria fallimentare degli atti, dei pagamenti e delle garanzie poste in esecuzione dell'accordo (non ponendo restrizioni a quest'ultime)
- L'esenzione dai reati di bancarotta (preferenziale e semplice) in relazione a atti o pagamenti o altre operazioni poste in esecuzione dell'accordo
- La prededuzione dei finanziamenti ottenuti in funzione della presentazione della domanda di omologazione, dei finanziamenti ottenuti tra il deposito e l'omologazione e dei finanziamenti ottenuti in esecuzione dell'accordo

La materia della prededucibilità dei finanziamenti contemplati nell'ambito di un accordo di ristrutturazione dei debiti ha subito numerose modifiche negli ultimi anni¹⁷¹. Il vecchio dispositivo precisava che le risorse dovessero provenire esclusivamente da banche o intermediari finanziari iscritti negli elenchi di cui agli artt. 106 e 107¹⁷² del TUB, oggi invece tale vincolo è stato abrogato e chiunque può finanziare l'impresa¹⁷³. Ciò rispecchia inevitabilmente il tentativo di stimolare il coinvolgimento di tutti gli *stakeholder* nel risanamento dell'impresa insolvente. Tant'è vero che anche la disciplina del Kreditrahmen, contenuta nella Legge Fallimentare tedesca (Insolvenzordnung), sposa questa linea di pensiero volta ad ampliare la platea dei potenziali sostenitori, non distinguendo tra le diverse tipologie di finanziatori. La normativa tedesca si riferisce infatti in senso ampio a «*prestiti ed altri crediti*», alludendo ad ogni fonte di provenienza. I commentatori tedeschi nel giudicare questa normativa, offrono una interpretazione abbastanza estensiva: oltre ai tradizionali finanziamenti bancari, inclusi gli affidamenti di conto corrente, si può trattare di crediti di fornitori, tipo la concessione di proroghe per il pagamento delle forniture, che consenta all'imprenditore insolvente di pagare i fornitori solo una volta incassato il prezzo dei beni rivenduti a valle¹⁷⁴.

La rimozione del requisito soggettivo in capo all'erogatore apre ad uno scenario nel quale si possono inserire nuove realtà, come ad esempio le piattaforme di *P2P business lending*.

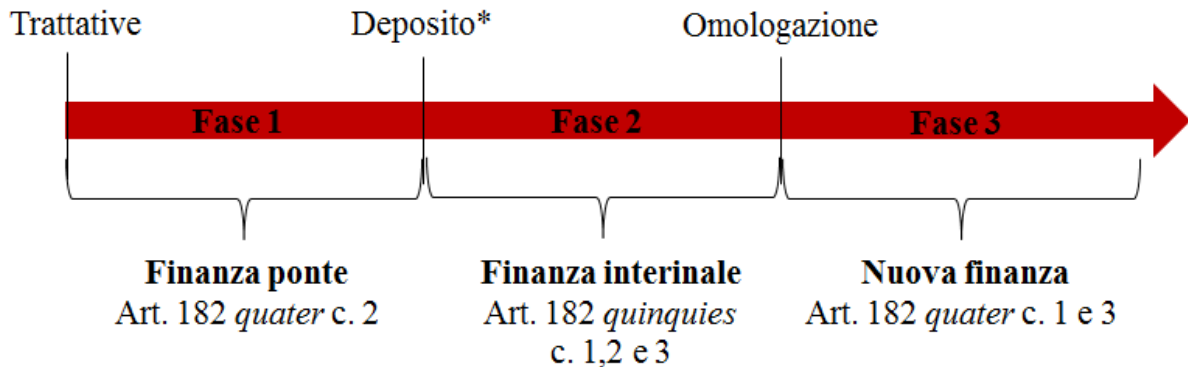
¹⁷¹ Le ultime tre modifiche sono state: d.l. n. 78/2010, conv. l. 122/2010; d.l. 83/2012, conv. l. n. 134/2012; d.l. n. 83/2015, conv. l. n. 132/2015.

¹⁷² Peraltro il riferimento all'art. 107 era divenuto anacronistico, dopo la modifica apportata al TUB dall'art. 10 del D.Lgs. 13 agosto 2010, n. 141.

¹⁷³ CNDCEC, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, seconda edizione, 2015 e VELLA P., *Autorizzazioni, finanziamenti, e prededuzioni nel nuovo concordato preventivo*, in *Il Fallimento*, 6/2013 p. 657.

¹⁷⁴ MONTANARI V., *Finanziamenti all'impresa in crisi e prededucibilità: spunti dagli ordinamenti tedesco ed inglese*, in *Amministrazione e Finanza*, 2012.

Figura 13: articoli di riferimento per la prededucibilità dei finanziamenti nelle fasi di un ADR



*Sia il deposito di un pre-accordo sia il deposito di una domanda completa di omologazione

Fonte: linee-guida CNDCEC

Come si nota in Figura 13 ciascuna fase della procedura fa capo ad un articolo specifico. La fase 1 copre il periodo che va dall'inizio delle trattative con i creditori fino al deposito della domanda di omologazione, anche di pre-accordo. E' pertanto concesso finanziare l'impresa anche prima del deposito dell'istanza, a prescindere dall'autorizzazione del giudice, ma naturalmente colui che finanzia deve accollarsi il rischio che l'iter dell'accordo di ristrutturazione vada a buon fine. L'articolo di riferimento è il 182 *quater*, comma 2 che disciplina quella particolare categoria di finanziamenti c.d. "ponte", i quali consentono all'impresa di sopperire agli impegni economici in vista di un imminente ricorso. La novella del 2012 ha esteso il beneficio della prededuzione ai finanziamenti provenienti da soggetti diversi dagli intermediari finanziari, inclusi i soci, in caso di un successivo fallimento. Tuttavia, il Tribunale accorda la prededucibilità solo se vengono rispettati tre requisiti:

- L'inclusione del finanziamento-ponte nell'accordo di ristrutturazione
- La sua materiale erogazione o messa a disposizione nel caso si tratti per esempio di un'apertura di credito
- La comprovata funzionalità del finanziamento alla presentazione della domanda di omologazione dell'accordo medesimo

Il fatto che l'accordo preveda espessamente il finanziamento-ponte già erogato, fa venire meno la necessità di richiedere un parere preventivo al giudice. A tal scopo la figura del professionista, che esprime un parere personale sulla solidità dell'accordo di ristrutturazione, assume un ruolo pregnante.

In realtà la legge, a differenza di quanto accade in occasione della concessione della protezione *ex art. 182 bis*, comma 6 e dell'*art. 182 quinquies*, comma 1, non richiede nemmeno una perizia valutativa da parte del professionista al momento dell'erogazione. Tuttavia, una sua espressa presa di posizione sul finanziamento e sulla sua propedeuticità alla presentazione della domanda costituisce un imprescindibile elemento di qualità dell'operazione di risanamento, dal momento che il giudice concede l'omologazione del piano anche sulla base di tale attestazione.

La fase intermedia copre invece quelle risorse strumentali a cui l'imprenditore ha accesso nello *spatium temporis* che intercorre tra il deposito della domanda ed il vaglio della documentazione, che termina con un decreto alternativamente di omologa o di rigetto. In questa fase l'imprenditore mantiene il diritto di amministrazione il suo patrimonio e di gestire la sua impresa, ma qualora decida di ottenere della finanza interinale è obbligato a richiedere anticipatamente l'autorizzazione al Tribunale *ex art. 182 quinquies*, comma 1. Il rilascio dell'autorizzazione è dipeso dalla capacità del finanziamento in questione a migliorare il soddisfacimento dei creditori. Ciò deve essere attestato da un perito, che nel rendere la sua prestazione, deve verificare il complessivo fabbisogno di liquidità dell'impresa sino alla data di omologazione. Non è necessario che il finanziamento debba servire al mantenimento della continuità aziendale, potendo anche avere lo scopo di pagare creditori anteriori senza necessità di apposite autorizzazione dell'autorità giudiziaria.

La recente aggiunta del comma 3 all'*art. 182 quinquies* consente all'imprenditore di richiedere al Tribunale il rilascio dell'autorizzazione per quei finanziamenti interinali caratterizzati da estrema urgenza, di ammontare limitato in quanto devono sostenere l'attività aziendale nell'immediato, al fine di preparare l'istanza di autorizzazione del vero e proprio finanziamento interinale, presumibilmente di importi molto maggiori, regolamentato dal comma 1 del medesimo articolo. Tenuto conto dell'incalzante necessità il Tribunale è chiamato ad esprimersi su tali finanziamenti in camera di consiglio entro 10 giorni dal deposito dell'istanza di autorizzazione¹⁷⁵.

¹⁷⁵ Dalla relazione accompagnatoria al d.d.l. n. 3201 di conversione di legge: «*Il nuovo terzo comma consente al debitore di richiedere al Tribunale la pronuncia di provvedimenti d'urgenza, ispirati ai first day orders previsti nel Chapter 11 statunitense, che autorizzino sin da subito il debitore, che presenti la domanda prenotativa, a contrarre limitati finanziamenti prededucibili necessari a sostenere l'attività aziendale per il periodo necessario*

In un contesto emergenziale, anche in mancanza dell'attestazione del professionista, possono emergere utili indicazioni, ai fini della decisione del Tribunale, sia dai flussi di cassa sia dal conto economico dell'ultimo esercizio, soprattutto nei casi in cui la crisi è determinata da difficoltà riconducibili alla riscossione dei crediti¹⁷⁶. Il legislatore delimita l'arco temporale di tali finanziamenti, nel periodo compreso tra il deposito della domanda di omologazione dell'ADR fino all'udienza di omologazione o, in caso di c.d. protezione delle trattative, fino alla scadenza del termine *ex art. 182 bis*, comma 7, L.F.

Il comma 2 dell'art. 182 *quinquies* statuisce che l'autorizzazione del Tribunale possa riguardare «*anche finanziamenti individuati soltanto per tipologia ed entità e non ancora oggetto di trattative*». Tale precisazione tenta di scongiurare quella spiacevole *impasse* secondo cui la banca non concedeva credito senza l'autorizzazione del giudice, che a sua volta non autorizzava senza la disponibilità della banca¹⁷⁷. Tuttavia, c'è anche chi non condivide questa scelta del legislatore, considerandolo l'intervento inappropriato rispetto alle tempistiche lunghe dei mercati finanziari. La mancanza di certezza sull'*an* dell'erogazione del finanziamento, ostacolerebbe l'attestatore nella definizione adeguata della funzionalità del medesimo al miglior soddisfacimento dei creditori, poichè tale funzionalità è strettamente legata ai tempi dell'erogazione della nuova finanza, e nella definizione dei precisi fabbisogni fino all'omologa, dato che questi dipendono strettamente da come reagisce la macchina aziendale e questo dipende, a sua volta, dalle disponibilità di adeguate risorse finanziarie in tempi certi¹⁷⁸.

Infine l'art. 182 *quinquies* al comma 4 dispone che l'imprenditore può, previo ottenimento dell'autorizzazione da parte del Tribunale, concedere pegno, ipoteca o cedere crediti¹⁷⁹ a garanzia dei finanziamenti menzionati nei commi 1 e 3 del medesimo articolo.

L'ultima e probabilmente anche la più impegnativa fase della procedura è quella che segue all'emissione del decreto di omologazione. Una volta che l'accordo è stato approvato, l'impresa si ripositiona sul mercato alla ricerca di nuova liquidità per implementare il

per preparare l'istanza di autorizzazione del vero e proprio finanziamento interinale (la cui funzione è invece di sostenere l'attività d'impresa durante la procedura e quindi per importi ben maggiori). Ciò alla luce del prevedibile importo ridotto e dell'urgenza che costituisce presupposto di tali finanziamenti, senza che l'impresa in crisi debba presentare l'attestazione di un professionista in merito alla funzionalità alla migliore soddisfazione dei creditori, né tanto meno il piano e la proposta di concordato». In JACHIA G., *Accordi di ristrutturazione e finanziamenti alle imprese in crisi*, IPSOA Scuola di formazione, gennaio 2016.

¹⁷⁶ BROGI R., *La finanza interinale urgente*, IL CASO.it, aprile 2016.

¹⁷⁷ CNDEC, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, seconda edizione, 2015.

¹⁷⁸ LA CROCE G., *Finanziamento e continuità aziendale nel concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Il Quotidiano IPSOA, 12 marzo 2013.

¹⁷⁹ Spesso in una situazione di crisi prodromica all'ingresso in procedura i crediti verso terzi rappresentano gli unici *asset* liberi su cui l'imprenditore può contare.

programma di ristrutturazione. In questa fase l'articolo di riferimento per la prededuzione torna ad essere il 182 *quater*, ma precisamente ai commi 1 e 3.

Per quanto riguarda i finanziamenti contratti in esecuzione dell'accordo di ristrutturazione, pertanto, è proprio la previsione nel piano che consente di considerarli prededucibili nella successiva, eventuale procedura concorsuale. Di conseguenza, la loro specifica menzione diviene condizione necessaria della loro prededucibilità, non perché sia imposta dalle legge, ma perché tale menzione sembra l'unico criterio per distinguere questi finanziamenti da qualunque altro finanziamento erogato all'impresa dopo all'omologazione dell'accordo.

Il professionista attestatore nella sua relazione deve prendere in considerazione i finanziamenti previsti dal piano sottostante all'accordo di ristrutturazione, identificarli con precisione, e confermarne la funzionalità al connesso piano.

L'art. 182 *quater* comma 1 rimarca, inoltre, che i finanziamenti potenzialmente prededucibili possono essere concessi «*in qualsiasi forma*».

Il comma 3 dell'art. 182 *quater* è infine una deroga alla regola della postergazione, infatti accorda la prededucibilità nei limiti dell'80% per i soci, mentre per coloro che hanno acquisito la qualità di socio proprio in esecuzione dell'accordo di ristrutturazione dei debiti la prededucibilità copre integralmente la somma.

Concludendo, il legislatore negli artt. 182 *bis* e s. collega scientemente il controllo del Tribunale con la concessione della prededucibilità per i finanziamenti¹⁸⁰. Se quest'ultima fosse prevista anche nel piano attestato di risanamento, si creerebbe uno sbilanciamento di tutele a discapito dei creditori, dovuto alla mancanza della supervisione di un organo terzo. D'altra parte, la necessità del controllo giudiziale appare comunque indispensabile al fine di evitare che iniziative avventate, come l'assunzione di finanziamenti non funzionali alla soluzione della crisi oppure utili semplicemente a procrastinare la data della dichiarazione di fallimento, si risolvano in eventi che producono effetti negativi sia verso il soggetto finanziatore che nei confronti dei creditori anteriori¹⁸¹.

Riassumendo, qualsiasi tipologia di finanziamento erogato, anche da un soggetto estraneo all'impresa, gode della prededuzione in tutte le fase che intercorrono durante la procedura,

¹⁸⁰ La relazione illustrativa al d.l. 78/2010 rileva come la prededuzione sia riferibile «*solo con riferimento agli strumenti di risanamento configurati dalla nuova legge fallimentare che prevedono l'intervento dell'autorità giudiziaria*». In BROGI R., *La finanza interinale urgente*, IL CASO.it, aprile 2016.

¹⁸¹ Cassazione S. U. 28 marzo 2016, n.7029: «*se è vero che può essere garantita la continuità dell'attività d'impresa (che può essere oggetto anche di un'eventuale riallocazione anche in capo a terzi soggetti) è altrettanto vero che può essere consentita l'artificiosa protrazione di un'attività che non è più in grado di generare utili, con un ulteriore aggravamento del danno subito dai creditori ed una conseguente e possibile responsabilità del finanziatore per abusiva concessione del credito*».

salvo naturalmente il rispetto degli adempimenti previsti dalla legge. Tra l'altro, al fine di offrire un'ulteriore protezione ai finanziamenti strumentali, l'imprenditore è autorizzato a concedere un collaterale secondo quanto riportato dall'art. 182 *quinquies*, comma 4.

III.1.3| Il concordato preventivo in continuità aziendale

La Legge Fallimentare pone all'attenzione dell'imprenditore una terza fattispecie alternativa: il concordato preventivo. Nello specifico si intende quello finalizzato alla continuità aziendale, disciplinato all'art. 186 *bis* L.F.

Il concordato preventivo in continuità aziendale si configura a tutti gli effetti come una procedura concorsuale, in virtù dell'applicazione della regola della *par condicio creditorum* e dal fatto che i crediti sorti durante il suo svolgimento siano prededucibili e quindi a carico della collettività.

L'imprenditore in crisi attraverso questo istituto ha la possibilità, senza perdere il diritto di gestire la sua impresa e godendo di una moratoria sui debiti esistenti, di formulare una proposta da sottoporre ai creditori per il soddisfacimento, sia pur parziale o differito, dei loro crediti. La proposta, se accettata dalla maggioranza dei creditori e successivamente omologata dal Tribunale, limita i debiti dell'imprenditore a quanto in essa promesso, con conseguente liberazione da ogni altro debito precedente ad essa.

L'*appeal* del concordato preventivo è aumentato esponenzialmente quando la riforma del 2012 ha introdotto il concordato in bianco (o con riserva), che consente all'impresa di salvaguardarsi da un eventuale istanza di fallimento semplicemente facendo ricorso al Tribunale e riservandosi di depositare piano, proposta e documentazione integrativa entro un termine che va da 120 a 180 giorni.

Tuttavia, l'apertura della procedura concordataria comporta un ridimensionamento dell'autonomia decisionale in capo all'imprenditore: *in primis*, il compimento di atti eccedenti l'ordinaria amministrazione (mutui, rilascio di garanzie reali ect.) non possono produrre effetti verso i creditori anteriori al concordato senza l'autorizzazione del giudice delegato, *in secundis* il potere di gestione dell'impresa viene esercitato sotto la vigilanza del commissario giudiziale.

L'art. 186 *bis* al comma 1 definisce il concordato in continuità aziendale come quell'istituto giuridico il cui piano prevede «*la prosecuzione dell'attività d'impresa da parte del debitore, la cessione dell'azienda in esercizio oppure il conferimento dell'azienda in esercizio a una o più società, anche di nuova costituzione*». A tali ipotesi sono assimilabili anche quei concordati che al fine della conservazione della continuità aziendale si servono di operazioni

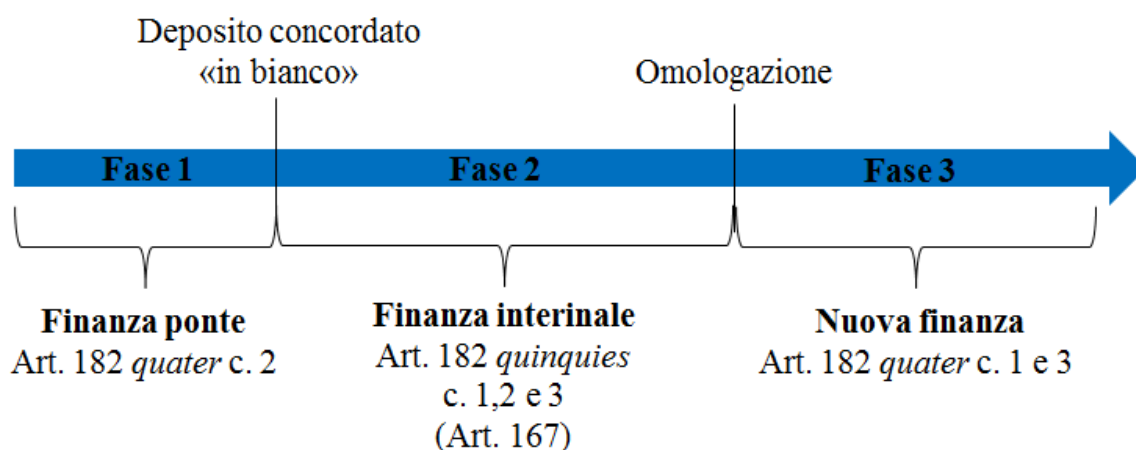
straordinarie, quali la scissione, che può avere l'effetto concreto di trasferire l'azienda in capo ad un soggetto diverso del debitore originario. Non è escluso che il piano sottostante al concordato possa prevedere anche la dismissione di *asset* non più funzionali all'esercizio dell'attività d'impresa.

Al comma 2 sono elencati i caratteri peculiari che contraddistinguono questa tipologia di procedura: in primo luogo il piano deve indicare attentamente i costi e i ricavi attesi dalla prosecuzione dell'attività, delle risorse finanziarie necessarie e delle relative modalità di copertura. In secondo luogo, la relazione resa dal professionista ai sensi dell'art. 161, comma 3 deve asseverare che la prosecuzione dell'attività d'impresa garantisce un miglior soddisfacimento dei creditori rispetto alla liquidazione fallimentare. Infine, il piano può prevedere una moratoria fino ad un anno dall'omologazione per il pagamento dei creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, salvo che sia prevista la liquidazione dei beni sui quali insiste la prelazione.

Inoltre, l'art. 67, comma 3, lett. e) e l'art. 217 *bis* sanciscono l'esenzione da revocatoria e da bancarotta semplice o preferenziale.

Per quanto riguarda il finanziamento dell'impresa nell'ambito della procedura di concordato preventivo, il legislatore non ha voluto discostarsi molto dalla normativa prevista per l'accordo di ristrutturazione dei debiti. Anzi, gli artt. 182 *quater* e 182 *quinquies*, fatte salve alcune specificità del caso, dettano una disciplina identica per entrambe le procedure.

Figura 14: articoli di riferimento per la prededucibilità dei finanziamenti nel CP



Fonte: linee-guida CNDCEC

La Figura 15 mostra come anche per gli apporti effettuati durante il concordato preventivo la legge preveda, in tutte le fasi della procedura, un meccanismo in grado di offrire alla controparte la certezza della prededucibilità del credito.

Nella fase 1, che si antepone al deposito della domanda di concordato preventivo o, in modo equivalente, al deposito di una domanda di concordato in bianco, è possibile finanziare l'impresa in difficoltà, a prescindere dall'autorizzazione del giudice, se naturalmente il finanziatore è disposto a rischiare sul buon esito della procedura. Ciò è quanto prevede l'art. 182 *quater*, comma 2, che disciplina i finanziamenti-ponte erogati in funzione del deposito di una delle due domande di concordato. Nonostante l'intervento legislativo del 2012 abbia reso molto più semplice presentare una domanda di concordato con effetto protettivo del patrimonio, la norma in questione continua ad essere vigente anche in relazione al concordato preventivo e anzi nel 2012 ha visto ampliati e meglio chiariti i propri presupposti di applicazione. A seguito della riformulazione è oggi consentito effettuare finanziamenti prededucibili anche a soggetti diversi dagli intermediari finanziari, inclusi i soci, ed è stato chiarito che resta prededucibile per intero il credito di chi è divenuto socio in conseguenza dell'operazione di risanamento¹⁸².

In linea teorica, i casi in cui un finanziatore è disposto ad accollarsi il rischio della mancata prededuzione (nell'ipotesi che la domanda di concordato non venga presentata, o che il concordato non venga ammesso o che il giudice non riconosca la funzionalità del finanziamento alla presentazione della domanda, come richiesto dall'art. 182 *quater*) non sembrano frequenti, e dallo stesso punto di vista il ricorso al finanziamento-ponte sembra avere un'utilità ridotta, per l'impresa, prima della presentazione di una domanda di concordato che, a differenza della domanda di protezione in vista di un ADR, è alquanto agevole presentare. Si può ipotizzare che ciò accada nei casi in cui il finanziatore sia comunque disposto a finanziare anche in assenza della prededuzione (perché ad esempio socio o società del gruppo della società in crisi) e/o allorché le circostanze siano tali da non consentire all'impresa di attendere i tempi, non lunghissimi, dell'iter di autorizzazione di cui all'art. 182 *quinquies* comma 1 o siano tali da scoraggiarla dal presentare una domanda con riserva.

Come già ribadito in occasione degli ADR, il legislatore non richiede un intervento del professionista al momento dell'erogazione del finanziamento-ponte, ma è tuttavia importante

¹⁸² Infatti, spesso accade che il finanziamento funzionale utile, ad esempio, a consentire il deposito relativo alle spese di giustizia in caso di ammissione al concordato, venga erogato da soggetti terzi diversi da istituti di credito, senza che tale circostanza possa rappresentare un ostacolo al riconoscimento della prededuzione. In FAROLFI A., *La nuova finanza nella fase introduttiva del concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti*, IL CASO.it, novembre 2015.

che quest'ultimo prenda una posizione netta all'interno della relazione generale dell'art. 161 comma 3 al fine di meglio agevolare il Tribunale nella valutazione della funzionalità alla presentazione della domanda di concordato.

La fase 2 comincia col deposito della domanda, presumibilmente in bianco, e termina con l'emissione da parte del Tribunale del decreto di omologazione, che deve avvenire entro 9 mesi dalla presentazione del ricorso *ex art.* 181. I finanziamenti interinali per ottenere il nulla osta necessario per la prededucibilità devono essere sottoposti al sindacato del giudice, il quale servendosi della relazione di un professionista delegato dal debitore, ne rilascia l'autorizzazione.

Il Tribunale di Bergamo¹⁸³ ha recentemente ritenuto di dover distinguere la fattispecie della relazione accompagnatoria *ex art.* 182 *quinquies*, comma 1 depositata nell'ambito di un concordato da quella presentata durante un accordo di ristrutturazione. In ottica concordataria: *«l'attestazione di cui al primo comma dell'articolo citato dovrà avere ad oggetto la convenienza per i creditori, in termini di concrete prospettive di soddisfacimento, della dilatazione dell'esposizione debitoria della società in crisi conseguente alla contrazione di debiti prededucibili...tale convenienza non può che derivare dall'entità degli utili derivanti dalla prosecuzione dell'impresa (consentita dai finanziamenti) o dall'accrescimento del valore dei beni che possono essere ultimati soltanto grazie alla finanza nuova. Allo scopo di garantire i creditori da una possibile violazione della loro garanzia patrimoniale, la convenienza dovrà, pertanto, risolversi in una prospettiva di soddisfacimento secondo percentuali più favorevoli»*. Mentre per quanto riguarda l'accordo di ristrutturazione dei debiti: *«poiché gli accordi di ristrutturazione sono uno strumento di natura negoziale-privatistica, implicante la conclusione di un accordo da parte del singolo creditore aderente ed il diritto all'integrale pagamento per chi non aderisca e resti pertanto estraneo, nella redazione dell'attestazione non si porrà il problema del rispetto della garanzia patrimoniale dei creditori, in quanto ogni creditore è libero di firmare l'accordo che gli viene proposto rinunciando a parte del proprio credito o a parte della propria garanzia patrimoniale, o di restare estraneo, con la conseguente possibilità di pretendere il pagamento integrale. In tali casi, sarà, pertanto, necessario riferire il concetto di funzionalità alla migliore soddisfazione dei creditori ad un generico rafforzamento delle possibilità di riuscita del piano sottostante agli accordi»*.

Per quanto riguarda i finanziamenti interinali caratterizzati da urgenza, introdotti dalla legge di conversione n. 132/2015 e disciplinati al comma 3 dell'art. 182 *quinquies*, l'opinione

¹⁸³ Tribunale di Bergamo, 26 giugno 2014, IL CASO.it.

prevalente¹⁸⁴ ritiene che essi siano richiedibili entro il termine fissato dall'art. 161, comma 6. Ottenuta l'ammissione al concordato preventivo l'imprenditore deve, pertanto, appellarsi alla disposizione generale che regola i finanziamenti non urgenti (art. 182 *quinquies*, comma 1). Infine, si rileva sempre in relazione ai finanziamenti interinali la sostituzione dell'art. 167, che tuttavia resta valido, da parte dell'art. 182 *quinquies*.

La terza fase riguarda il periodo che si postpone all'omologazione da parte del Tribunale e riguarda quei finanziamenti che servono ad attuare il piano. Questi possono anche essere utilizzati per eseguire il pagamento dei creditori nei termini del concordato, consentendo all'impresa di sostituire un unico interlocutore a tutti o parte dei creditori anteriori, con evidente beneficio anche dei creditori stessi che verrebbero tempestivamente soddisfatti.

In questa fase l'art. 182 *quater* comma 1 prevede un incentivo per coloro che finanziano l'impresa ristrutturata sia con l'ADR sia con il concordato, sotto forma di prededuzione nell'eventualità di un successivo fallimento. Tale premio, tuttavia, opera in relazione ai nuovi finanziamenti che siano chiaramente individuati nel piano e nella relativa relazione del professionista.

III.2| L'organizzazione del finanziamento *online*

Volendo a questo punto individuare un ambito nel quale l'utilizzo di una piattaforma di *P2P lending* potrebbe portare dei benefici concreti, è proprio la crisi d'impresa. La stretta creditizia degli ultimi anni, dettata da banche e intermediari finanziari, impone alle imprese di considerare nuovi canali per ottenere liquidità. Il *P2P lending*, in particolar modo il *P2B lending*, dimostra di avere le caratteristiche giuste per rivelarsi un'ottima alternativa.

I due principali vantaggi di cui si godrebbe sarebbero: la tempestività nell'erogazione del denaro (probabilmente l'aspetto più rilevante) e l'applicazione di tassi particolarmente vantaggiosi rispetto a quelli adottati dalle banche tradizionali. Basti pensare che in BorsadelCredito i tassi applicati vanno dall'1% all'8%, mentre Bankitalia ha rilevato per il trimestre in corso (gennaio-marzo 2017) una media dei tassi bancari al 10,59%.

L'idea può sembrare all'apparenza prematura, ma va considerato che il legislatore italiano sta modificando ed aggiornando la legge con un *favor* rivolto soprattutto alle soluzioni negoziate della crisi: da un lato nell'ambito dei percorsi di ristrutturazione sta cercando passo dopo passo di rimuovere tutti gli ostacoli normativi che potrebbero minare il risanamento aziendale,

¹⁸⁴ FAROLFI A., *La nuova finanza nella fase introduttiva del concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti*, IL CASO.it, novembre 2015.

anzi incentiva nuove alternative e lascia ampio margine alla discrezionalità degli imprenditori, soprattutto in relazione ai canali di approvvigionamento finanziario. Invero uno degli ultimi interventi ha rimosso il requisito soggettivo in capo all'erogatore del finanziamento all'art. 182 *quater*, estendendo così la possibilità a chiunque di procedere con l'erogazione di un finanziamento. Dall'altro anche il diritto bancario sta facendo la sua parte, sebbene non con tempestività, creando degli istituti giuridici *ad hoc* per poter permettere a queste nuove attività imprenditoriali di operare sul mercato con le giuste garanzie.

E' così che prendendo ad esempio il procedimento che il portale BorsadelCredito.it utilizza per raccogliere le domande di finanziamento, si ipotizza un'eventuale richiesta di mutuo da parte di un'impresa in crisi che desidera ottenere nuova finanza nell'ambito di un piano di risanamento aziendale.

III.2.1| La domanda presso la piattaforma

La scelta di utilizzare un portale di *P2P business lending* soggiace principalmente alla volontà di ampliare il bacino di coloro che hanno l'opportunità di contribuire alla ristrutturazione dell'impresa. La partecipazione viene estesa *in primis* a tutti gli *stakeholder*, i quali sono i primi che beneficerebbero da una ritorno sul mercato dell'impresa in condizioni di normale operatività, *in secundis* anche a individui esterni, completamente avulsi dal network aziendale, ma che scommettono sul progetto di risanamento dell'impresa per ottenere un rendimento più remunerativo rispetto ai classici metodi d'investimento. Ad essi non si richiedono impegni di tipo amministrativo o gestorio, ma solo di contribuire con del denaro in quantità sufficiente da costituire un vero e proprio prestito, che in seguito i flussi di cassa dell'impresa andranno a ripagare interamente.

Per prima cosa l'impresa deve formalizzare la sua domanda di finanziamento presso la piattaforma prescelta, in questo caso BorsadelCredito.it, che di solito si articola in quattro brevi fasi.

Nella prima fase il sito richiede al titolare dell'impresa di registrarsi, così da creare un account personale ed un nickname, che è di prassi l'unica informazione personale a cui i finanziatori hanno accesso. Sono invece comunicate a tutti le informazioni sulla tipologia di *business* implementato dall'impresa e sul settore di riferimento. Inoltre, la *policy* della piattaforma prevede che qualsiasi informazione sensibile riguardante l'impresa venga resa pubblica sul sito, pertanto è importante informare sin da subito i prestatori che l'impresa, data la situazione di precarietà, ha un tasso di *default* più alto rispetto al normale. Al termine della prima fase

della registrazione, BorsadelCredito.it assegna un consulente, che ha il compito di aiutare il richiedente nelle altre fasi della domanda e fornisce tutte le informazioni necessarie.

La fase successiva è incentrata sull'identificazione delle persone fisiche che avanzano la richiesta di finanziamento. Infatti, al titolare dell'impresa, e così anche agli altri eventuali soci, sono richieste le generalità, compreso il codice fiscale e i dati della carta d'identità. Dopodiché egli compila la dichiarazione antiriciclaggio e comunica al sito se ricopre cariche politiche. Infine, va comunicato se la sede dell'impresa è negli USA per conto della normativa FACTA contro l'evasione fiscale.

Nello *step* successivo si richiede di inserire specificatamente l'importo del finanziamento che si desidera ricevere e di compilare una breve descrizione dove si palesano le motivazioni della richiesta.

L'ultima fase consiste nel caricamento sulla piattaforma dell'ultimo bilancio, di una visura camerale e del prospetto della centrale rischi. Sembra in tal caso necessario, ai fini della *disclosure*, obbligare l'impresa ad allegare anche un *business plan* adeguatamente dettagliato, così da informare la piattaforma sulle intenzioni del finanziamento ed in modo da aiutare gli esperti del sito nella loro valutazione volta alla determinazione del tasso d'interesse da applicare.

La piattaforma, giunti a questo punto, normalmente si impegna entro 24 ore a rilasciare una bozza di preventivo che espliciti: il tasso, la rata di rimborso e le spese aggiuntive. In realtà trattandosi di un'impresa in crisi, una sola giornata non è sufficiente per compiere un'analisi sulla tenuta del piano. E' necessario, quindi, che le tempistiche di risposta da parte del sito vengano adeguatamente dilatate ad almeno una settimana, per procedere alla verifica della situazione economica dell'impresa, focalizzandosi sulla bontà del piano di rilancio che è stato presentato e sulle prospettive di rimborso. Questa è un'operazione che oggi BorsadelCredito.it non è in grado di svolgere e pertanto sarebbe opportuno inserire una nuova figura professionale con conoscenze più approfondite in tema di *restructuring*. Il *business plan* da caricare sulla piattaforma potrebbe essere lo stesso che si deposita presso il Tribunale quando l'imprenditore decide di fare ricorso per una delle procedure risanatorie, o almeno un estratto di esso.

Inoltre, le classi di *rating* attuali (dalla A alla G) che BorsadelCredito.it utilizza per classificare le imprese *in bonis* non sono adattate ad un'impresa in crisi, pertanto ne andrebbero create di nuove, per imprese maggiormente rischiose.

Lo *screening* del merito creditizio e dei documenti serve per costruire il profilo di rischio della società, il quale a sua volta decreta il tasso d'interesse passivo che viene applicato alle rate di rimborso del prestito. Trattandosi di un'impresa che sta subendo una riorganizzazione

interna è inevitabile che i tassi applicati debbano subire un incremento rispetto a quelli regolarmente applicati, per via di due fattori. Da un lato non si beneficia più della diversificazione, che precedentemente consentiva di finanziare più progetti con un'unica somma di denaro, mentre ora l'intera dazione è indirizzata verso un'unica società, dall'altro l'impresa finanziata versa in difficoltà e si è meno certi in merito alle sue reali capacità di rimborso del prestito.

Nei successivi 30 giorni BorsadelCredito.it verifica la compatibilità tra la domanda del richiedente e le offerte dei prestatori, e formula una proposta con indicazione dei tassi, delle commissioni e del piano di ammortamento alla francese, che prevede rate mensili costanti. Il fatto che le rate siano mensili facilita il monitoraggio sulla salute dell'impresa.

Posto che la situazione di riequilibrio economico/finanziario si raggiunge solamente quando i *cash flow* prospettici dell'impresa sono in grado di assicurare una stabile copertura degli oneri finanziari, per via soprattutto dell'incremento della marginalità ed una contemporanea riduzione della PFN, Rutigliano¹⁸⁵ suggerisce di monitorare la sostenibilità del debito con un indicatore mutuato dal mondo del *project financing*: l'Annual Debt Service Cover Ratio (ADSCR). Nelle valutazioni eseguite nel *project financing*, l'ADSCR misura, per ciascun anno del periodo di rimborso del debito necessario per il finanziamento dell'opera, il rapporto fra il flusso di cassa generato dall'opera stessa e disponibile per il servizio del debito (numeratore) e il servizio del debito (denominatore).

Allo scopo di adattare l'indicatore allo specifico obiettivo di valutare la condizione di risanamento e riequilibrio finanziario dell'impresa, l'ADSCR andrebbe sempre computato, per ciascun anno del periodo di programmazione, come rapporto fra il flusso di cassa generato dall'impresa e disponibile per il servizio del debito (numeratore) e lo stesso servizio del debito (denominatore). Quest'ultimo nel contesto particolare di crisi dovrebbe considerare come servizio del debito sia quello relativo a eventuali altri finanziamenti a medio termine caratterizzati da un ben definito piano di ammortamento, sia gli oneri finanziari sulle altre esposizioni, sia le contrazioni programmate delle esposizioni finanziarie a breve termine secondo quanto previsto dal piano di risanamento dell'esposizione debitoria. Fermo restando che tale indicatore non aggiunge informazioni addizionali rispetto a quanto desumibile dal piano di rilancio, consente però di avere un quadro sintetico ed immediato sul profilo di equilibrio dell'impresa.

Come già è stato ribadito, alla raccolta del denaro sulla piattaforma possono partecipare tutti i portatori d'interesse legati economicamente all'impresa *de quo*, ci si riferisce quindi: ai

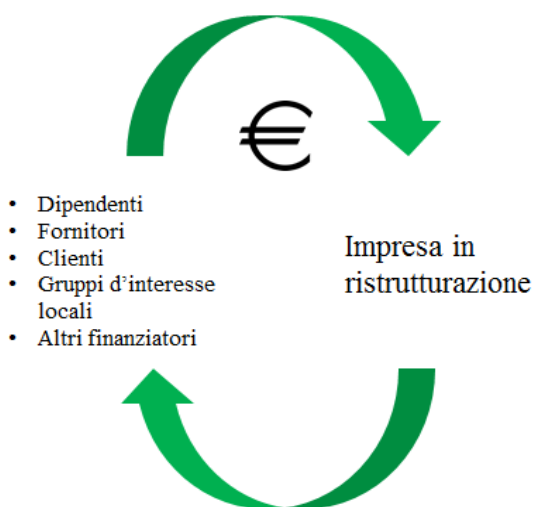
¹⁸⁵ RUTIGLIANO M., *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, un primo bilancio*, Milano, Giuffrè Editore, 2010.

dipendenti, ai clienti, ai fornitori e persino ai gruppi d'interesse locale (come associazioni o anche l'amministrazione comunale). Tuttavia, dal momento che l'offerta è pubblica e accessibile a chiunque altro, possono potenzialmente aggiungersi anche soggetti esterni, sia istituzionali sia *retail*. Il denaro proveniente dalla cordata di finanziatori deve però essere destinato esclusivamente a questo progetto, in modo tale da raggiungere l'importo necessario il più celermente possibile, eventualmente derogando ai limiti soggettivi previsti dalla piattaforma in merito all'importo massimo investibile per ciascun soggetto.

L'offerta deve restare attiva per un tempo non eccessivamente lungo, anche per rispettare le scadenze che la legge impone sul deposito della documentazione prevista dalle procedure di concordato preventivo e accordo di ristrutturazione dei debiti. Una volta raccolto il denaro, il gestore della piattaforma avrà il compito di trasferirlo sul conto personale dell'impresa. Nell'eventualità in cui gli apporti dei finanziatori non risultassero sufficienti a raggiungere l'importo stabilito dall'impresa debitrice, l'opzione del prestito *P2P lending* andrebbe abbandonata e la piattaforma sarebbe tenuta a restituire ai legittimi proprietari le somme spettanti.

Infine, per quanto riguarda la gestione dei servizi di pagamento non c'è nulla di diverso rispetto a quello che la piattaforma è chiamata a fare con gli altri richiedenti *in bonis*. Essa, infatti, ha il compito di trasferire regolarmente le rate di rimborso dal conto di pagamento dell'impresa ai conti di pagamento intestati a ciascuno dei finanziatori, entrambi accesi presso una delle banche d'appoggio. Così facendo fino a quando il debito sia estinto ed auspicabilmente l'impresa abbia portato a termine il programma di risanamento.

Figura 15: flussi di denaro



Fonte: elaborazione personale

III.2.2| Il fallimento dell'impresa debitrice e della piattaforma

La questione si complica non poco qualora la società soggetta a ristrutturazione fallisca, poiché i fondi raccolti dalla piattaforma provengono da una moltitudine di soggetti, che con l'apertura della procedura fallimentare si troverebbero esposti verso una società decotta.

Il primo problema riguarda il soggetto che deve insinuarsi al passivo: la piattaforma stessa, in forza di un mandato rappresentativo sottoscritto dai finanziatori, oppure ogni singolo prestatore in modo autonomo.

In primo luogo bisogna capire se la piattaforma utilizzata dagli *stakeholder* assume personalità giuridica e quindi agisce per un credito proprio oppure, come accade per le reti d'impresa, può assumerla discrezionalmente.

Premesso che ogni piattaforma è gestita *ex lege* da una società di capitali, le autorizzazioni che si devono chiedere alla Banca d'Italia per operare sul territorio italiano sono di due tipi: quella prevista per gli istituti di pagamento oppure quella prevista per gli intermediari finanziari *ex art. 106 TUB*.

Nell'ambito dei finanziamenti alle imprese, BorsadelCredito.it, che opera sul mercato come istituto di pagamento, è l'unica piattaforma che soggiace alla disciplina italiana, dal momento che iBondis è soggetta alla vigilanza dell'autorità britannica FCA. Nel contratto stipulato con il prestatore BorsadelCredito.it si impegna, in caso di ritardi nel pagamento delle rate, ad acquistare il credito in sofferenza oppure direttamente a cederlo a terzi, senza però assumere nessun tipo di incarico in sede fallimentare. Si deduce quindi che in presenza di un operatore che ha assunto la forma di istituto di pagamento ogni singolo prestatore debba partecipare alla procedura fallimentare in maniera autonoma¹⁸⁶.

Diverso è il caso di Prestiamoci che, sebbene non si occupi di finanziamenti alle imprese, opera al pari di una finanziaria. Nel contratto sottoscritto dal prestatore, la piattaforma si impegna esplicitamente a «*rappresentare il Delegante in qualsiasi procedura di fallimento con tutti gli occorrenti poteri; promuovere dichiarazioni di fallimento di terzi, assistere ad adunanze di creditori, accettare ed esercitare l'ufficio di membro del Comitato dei creditori qualora cada sul Delegante, dichiarare i crediti confermandone la realtà e sussistenza, accettare, respingere ed impugnare proposte di concordato e fare quant'altro necessario per le procedure stesse*»¹⁸⁷. Pertanto, Prestiamoci si impegna a rappresentare i prestatori in sede giudiziaria e di conseguenza ad insinuarsi al passivo per conto di essi. Ancora, a partecipare alla ripartizione dell'attivo e in seguito a destinare il ricavato ai finanziatori. Questa

¹⁸⁶ Peraltro anche nel Contratto Quadro stipulato tra Smartika e i suoi prestatori sembra non configurarsi la possibilità di un mandato di rappresentanza.

¹⁸⁷ Punto 13 Allegato A- Atto di procura, Contratto Prestatore di Prestiamoci.

possibilità deriva dalla forma giuridica assunta, che la equipara per certi versi agli istituti di credito, i quali partecipano alla ripartizione dell'attivo per un credito proprio.

In questa ottica sarebbe consigliabile a BorsadelCredito.it di richiedere l'autorizzazione da intermediario finanziario *ex art. 106 TUB*.

Diverso è il caso di fallimento della piattaforma *P2P business lending*. In Italia l'unica tutela che il legislatore ha previsto per i fondi dei prestatori è che essi siano estranei al patrimonio della piattaforma e di conseguenza non costituiscono patrimonio aggredibile da parte dei creditori concorsuali della piattaforma. Tuttavia, la legge tace in merito alla gestione dei piani di rimborso postuma al fallimento e BorsadelCredito.it non prevede nel suo contratto *online* una clausola che regoli questa eventualità, come invece accade per esempio nella piattaforma di Smartika. In tale contesto verrebbe a mancare l'unico soggetto legalmente incaricato a curare il trasferimento del denaro sui conti correnti dei finanziatori. Tali contratti dovrebbero dunque equipaggiarsi di clausole di *back-up service* che prevedono il subentro di un soggetto terzo nella gestione dei rapporti pendenti, in conformità alle legislazioni europee più avanzate in tema di *P2P lending*.

III.2.3| Analisi delle procedure dal punto di vista della rischiosità per il finanziatore

Concedere ad un'impresa in crisi ulteriore credito, nonostante presenti un solido piano di rilancio, comporta sempre una serie di incognite che non vanno sottovalutate. I principali rischi in cui un potenziale finanziatore incorre sono quattro:

- La perdita del credito causata dalla mancata restituzione
- L'annullamento dell'operazione per mezzo della revocatoria fallimentare¹⁸⁸
- L'imputazione per abusiva concessione del credito
- L'imputazione per concorso in bancarotta preferenziale

Gli accordi stragiudiziali atipici, conclusi privatamente fra l'imprenditore e parte dei suoi creditori, sebbene garantiscano discrezionalità e segretezza, non tutelano né fiscalmente né giuridicamente le parti, che rimangono esposte integralmente ai rischi sopracitati. Pertanto, al fine di tutelarsi è strettamente consigliato all'imprenditore di compiere l'operazione di *turnaround* sotto l'alveo di una delle procedure risanatorie regolamentate dalla Legge Fallimentare.

¹⁸⁸ La revocatoria impone al debitore la ripetizione di quanto ricevuto, ma nel caso in cui egli non abbia più le risorse costringe il creditore ad insinuarsi al passivo come chirografario.

Tenendo presente che ad ogni modo è compito dell'imprenditore scegliere l'istituto che meglio si addice alla soluzione delle problematiche che affliggono la sua società, si cerca ora di stabilire quale procedura garantisca la minor rischiosità per coloro che decidono di finanziare l'impresa, in particolar modo prevenendo le problematiche che si potrebbero creare nell'eventualità in cui il piano di ristrutturazione venisse meno e subentrasse la procedura fallimentare.

A. Il piano attestato di risanamento: il legislatore nell'ambito del piano attestato di risanamento lascia ampio spazio all'imprenditore nella scelta delle operazioni da mettere in atto. Concede addirittura la possibilità di implementare un piano in maniera del tutto privata, senza l'obbligo della pubblicazione nel registro delle imprese. Ciò risulta un notevole vantaggio se considerato che nell'ambito del concordato preventivo l'esteriorizzazione della crisi agevola la presentazione di domande concorrenti. Dunque, la previsione nel piano di un nuovo apporto finanziario non trova alcun ostacolo, anzi gli esperti lo ritengono quasi all'unanimità un passaggio obbligato.

Tuttavia, la mancanza di un controllo preventivo giudiziale sconta, in caso di fallimento, una protezione piuttosto precaria. La struttura protettiva sorretta dagli artt. 67 comma 3, lett. d) e 217 *bis* assicura, salvo irregolarità riscontrate dal giudice in sede fallimentare, l'esenzione dalla revocatoria fallimentare e dai reati di bancarotta semplice e preferenziale, salvaguardando le parti da tre dei rischi di cui sopra.

Nulla invece è previsto a protezione del rischio di credito, di conseguenza i finanziatori in sede fallimentare non hanno nessuna garanzia che il loro capitale venga restituito. Il problema principale è quello di essere ammessi al passivo nella categoria dei creditori chirografari, che come di consueto viene soddisfatta solo parzialmente e, talvolta, in percentuali minime. L'unica possibilità per attenuare tale rischio è quella di farsi rilasciare una garanzia reale da parte dell'imprenditore attraverso la costituzione di un pegno o di un ipoteca. Va tuttavia precisato che l'art. 67, comma 3, lett. d) limita l'esenzione da revocatoria alle sole garanzie rilasciate «*su beni del debitore*», dunque escludendo quelle concesse da un terzo, o su beni di un terzo, o ancora nell'interesse di un terzo¹⁸⁹.

Inoltre, la scarsa disciplina del piano attestato non prevede nessun tipo di protezione a favore del patrimonio societario che resta passibile di azioni esecutive o cautelari da

¹⁸⁹ BONFATTI S., *Le procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa: opportunità e responsabilità*, IL CASO.it, ottobre 2010.

parte dei creditori, i quali in aggiunta possono liberamente interrompere il piano presentando istanza di fallimento in qualsiasi momento.

Tutto ciò rende il piano di risanamento molto rischioso e dal punto di vista dei potenziali finanziatori e quindi non garantisce una tutela sufficiente a convincere tali soggetti a mettere in gioco le proprie risorse.

Figura 16: tabella riepilogativa

<p style="text-align: center;"><u>SOLUZIONE A</u></p> <p style="text-align: center;">PIANO ATTESTATO DI RISANAMENTO</p> <ul style="list-style-type: none">• No effetti protettivi sul patrimonio del debitore <p><i><u>In caso di fallimento:</u></i></p> <ul style="list-style-type: none">• Esenzione da revocatoria fallimentare• Esenzione da bancarotta preferenziale e semplice
--

Fonte: elaborazione personale

B. **L'accordo di ristrutturazione dei debiti:** l'ADR è una procedura che si inserisce a metà tra il piano attestato e il concordato preventivo. Da un lato l'imprenditore è libero di scegliere le azioni da mettere in pratica per ristrutturare l'ammontare della sua esposizione debitoria, purché ovviamente ottenga il beneplacito di almeno il 60% dei titolari dei crediti, dall'altro il Tribunale effettua un controllo preventivo sulla documentazione che obbligatoriamente va depositata. L'ottenimento dell'omologazione da parte del Tribunale di un ADR *ex art. 182 bis*, consente alle parti di beneficiare dell'esenzione dai reati di bancarotta (semplice e preferenziale) e dalla revocatoria per gli atti, i pagamenti e le operazioni contenute nell'accordo.

Tuttavia, la disciplina degli ADR risulta essere molto più accondiscendente in relazione all'apporto di nuova finanza da parte di soggetti terzi, infatti attribuisce ad essi un beneficio aggiuntivo: la prededucibilità dei finanziamenti in caso di successivo fallimento. Si tratta di un forte incentivo poiché anche qualora il programma di ristrutturazione naufragasse, i finanziatori godrebbero di una condizione più che privilegiata in sede di riparto, con una forte probabilità di ottenere il rimborso integrale. La prededuzione è per molti identificabile come una qualità intrinseca del

credito e opera per i finanziamenti erogati in tutte le fasi di cui si compone la procedura (trattative, deposito, post-omologazione).

Si ricorda che la previsione dell'obbligatorietà di depositare in sede di richiesta del finanziamento un *business plan* che espliciti il programma di rilancio aziendale, tende ad escludere la possibilità che il finanziamento *social* possa usufruire della prededucibilità regolamentata dall'art. 182 *quater* comma 2, che disciplina i finanziamenti-ponte erogati nella fase antecedente al presentazione del ricorso presso il Tribunale. In quanto i finanziatori per poter decidere razionalmente di prestare il proprio denaro all'impresa meritano di potersi affidare ad una prima valutazione sulla fattibilità del *business plan* eseguita dagli esperti della piattaforma.

Attualmente il *P2P business lending* non può contare su flussi di denaro provenienti da investitori qualificati, come invece avviene nei mercati più sviluppati, pertanto i finanziamenti gestiti dalle piattaforme sono di importi ancora contenuti (in media BorsadelCredito.it eroga prestiti tra i 10.000 e i 20.000 euro¹⁹⁰, mentre la neo arrivata Lendix arriva anche a 500.000 euro). Dunque, non essendo ancora un mercato sufficientemente strutturato per competere con prestiti complessi e articolati come sono quelli provenienti dagli istituti di credito tradizionali, il denaro raccolto dalla piattaforma potrebbe ragionevolmente conciliarsi con quanto disciplinato dall' art. 182 *quinquies* comma 3 in relazione alle finanza interinale urgente. La norma infatti tratta la richiesta dell'autorizzazione per quei finanziamenti caratterizzati da una necessità impellente per garantire la solvibilità dell'impresa nel brevissimo tempo. E' il legislatore stesso a prevedere che siano di importi relativamente modesti, in quanto principalmente servono a traghettare l'impresa fino alla richiesta di un secondo finanziamento interinale di importo molto più elevato, che ovviamente va negoziato con una o più banche. Ricalcando le orme dei *first days orders* statunitensi questa tipologia di finanziamenti serve generalmente a concedere liquidità immediata per finanziare il circolante. L'arco temporale in cui sono autorizzabili va dal momento del deposito della domanda di omologazione dell'ADR oppure del pre-accordo fino alla data nella quale il giudice ammette il decreto di omologazione, che *ex lege* deve avvenire entro 60 giorni. Tra l'altro nonostante il Tribunale sia chiamato a rispondere alla richiesta di autorizzazione entro 10 giorni ha a disposizione una documentazione

¹⁹⁰ POLITECNICO DI MILANO, *1° Report italiano sul CrowdInvesting*, giugno 2016.

molto più corposa e dettagliata rispetto a quella che si consegna nella domanda prenotativa di concordato con riserva¹⁹¹.

Nulla esclude, tuttavia, che il finanziamento proveniente dalla piattaforma di *P2P business lending* possa inserirsi nell'ambito della finanza interinale non caratterizzata da urgenza o persino della nuova finanza regolamentata dall'art. 182 *quater* comma 1, prevista per quei finanziamenti direttamente previsti nel piano, ai quali l'accordo della prededuzione avviene col decreto di omologazione emesso dal Tribunale. Anzi, a maggior ragione i finanziatori godrebbero di un'assicurazione ulteriore dal momento che il Tribunale, prima di rilasciare il suo giudizio favorevole, compie un'accurata l'analisi del piano.

Infine, completano il quadro sulla protezione offerta anche le previsioni in capo al debitore ed al suo patrimonio societario. Innanzitutto, con il deposito del pre-accordo *ex art. 182 bis* comma 6, egli ottiene la sospensione nei 60 giorni successivi della possibilità per i creditori di esperire azioni esecutive o cautelari nei confronti del suo patrimonio. Inoltre, può procrastinare la ricapitalizzazione della società alla data di omologazione dell'accordo. Ancora, con l'eventuale nuova finanza derivante dalla piattaforma, previo deposito di un'attestazione redatta da un professionista che ne attesti la pertinenza, può chiedere di pagare dei crediti anteriori alla data di deposito in funzione di un miglior soddisfacimento degli altri creditori.

¹⁹¹L'art. 182 *bis* al comma 6 recita: «*la documentazione di cui all'articolo 161, primo e secondo comma lettere a), b), c) e d), e una proposta di accordo corredata da una dichiarazione dell'imprenditore, avente valore di autocertificazione, attestante che sulla proposta sono in corso trattative con i creditori che rappresentano almeno il sessanta per cento dei crediti e da una dichiarazione del professionista avente i requisiti di cui all'articolo 67, terzo comma, lettera d), circa la idoneità della proposta, se accettata, ad assicurare l'integrale pagamento dei creditori con i quali non sono in corso trattative o che hanno comunque negato la propria disponibilità a trattare*». La documentazione richiamata dall'art. 161 primo e secondo comma lettere a), b), c) d) è poi costituita da: a) una aggiornata relazione sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'impresa; b) uno stato analitico ed estimativo delle attività e l'elenco nominativo dei creditori, con l'indicazione dei rispettivi crediti e delle cause di prelazione; c) l'elenco dei titolari dei diritti reali o personali su beni di proprietà o in possesso del debitore; d) il valore dei beni e i creditori particolari degli eventuali soci illimitatamente responsabili. In BROGI R., *La finanza interinale urgente*, IL CASO.it, aprile 2016.

Figura 17: tabella riepilogativa

<p style="text-align: center;">SOLUZIONE B</p> <p style="text-align: center;">PRE-ACCORDO DI RISTRUTTURAZIONE DEI DEBITI</p> <ul style="list-style-type: none">• Blocco procedure esecutive e cautelari• Pagamento crediti anteriori• Sospensione obblighi civilistici tutela integrità patrimonio <p><i><u>In caso di fallimento:</u></i></p> <ul style="list-style-type: none">• Esenzione da revocatoria fallimentare• Esenzione da bancarotta preferenziale e semplice• Finanziamenti prededucibili

Fonte: elaborazione personale

C. **Il concordato preventivo in continuità aziendale:** il concordato preventivo è, tra le tre, la procedura che riduce maggiormente l'autonomia dell'imprenditore, non tanto per via dell'imposizione di vincoli in relazione alle operazioni che il piano può contenere, ma per l'obbligatorietà di richiedere preventivamente al giudice delegato l'autorizzazione per compiere atti di straordinaria amministrazione, come possono essere ad esempio l'accensione di un mutuo o il rilascio di una garanzia reale. Inoltre, il Tribunale si assicura un aggiornamento costante sul comportamento e sul rispetto degli impegni assunti dall'imprenditore, nominando un commissario giudiziale che ha il compito di supervisionare l'andamento della procedura concordataria.

Il deposito di una domanda di concordato preventivo comporta benefici di diversa natura: in primo luogo in merito all'esenzione da revocatoria per gli atti, i pagamenti e le garanzie poste in essere durante la procedura e la contestuale esenzione per i retati di bancarotta semplice e preferenziale, e in secondo luogo specificatamente previsti per il debitore che può adoperarsi per redigere il piano con relativa serenità, senza la paura di un imminente istanza di fallimento o che il suo patrimonio venga aggredito dai creditori mediante azioni cautelari o esecutive.

La scelta fra il deposito di un accordo di ristrutturazione dei debiti o un concordato preventivo in continuità aziendale è spesso dettata dal numero di adesioni che l'imprenditore riesce a raccogliere nella fase delle trattative e di consultazione con i creditori. Nel concordato preventivo è sufficiente che in sede di votazione la maggioranza relativa si esprima a favore del piano, mentre nel caso dell'accordo di

ristrutturazione dei debiti è necessario ottenere il consenso di almeno il 60% dei titolari dei crediti¹⁹².

Essendo la disciplina dei finanziamenti essenzialmente identica a quella degli ADR, in modo del tutto speculare sembra doversi escludere la possibilità di ottenere la prededucibilità in forza dell'art. 182 *quater* comma 2 in tema di finanza-ponte, in quanto è stato ipotizzato il deposito del *business plan* nella domanda di finanziamento. Tuttavia, la questione riguardante la finanza interinale caratterizzata da urgenza è qui più delicata. Il poco tempo a disposizione per decidere e la scarsa documentazione da presentare per il concordato preventivo in bianco rischiano di consumarsi con una bocciatura da parte del Tribunale. Il rischio di vedersi rifiutare l'autorizzazione è più alto poichè il Tribunale, incaricato ad esprimersi in soli 10 giorni, non dispone di una documentazione sufficientemente completa, come accade nella presentazione di un pre-accordo di ristrutturazione dei debiti. Il Tribunale può pertanto fare affidamento solamente sul commissario giudiziale, se nominato ovviamente, che in tal caso è costretto a svolgere un lavoro certosino di ispezione ed analisi sulla reale situazione aziendale, salvo che naturalmente l'imprenditore non riesca a presentare insieme alla domanda di autorizzazione per il finanziamento anche una bozza di piano¹⁹³.

I finanziamenti caratterizzati da urgenza differiscono da quelli non urgenti regolamentati da comma 1 del medesimo articolo in quanto la legge stabilisce che il ricorso debba specificare la destinazione del finanziamento. Ne consegue che in caso di autorizzazione da parte del Tribunale il commissario giudiziale debba verificare l'effettivo impiego. Una destinazione diversa da quella indicata dal debitore e per la quale sia stata concessa l'autorizzazione da parte del Tribunale potrebbe concretizzare

¹⁹² BROGI R., *La finanza interinale urgente*, IL CASO.it, aprile 2016.

¹⁹³ Un esempio positivo di finanziamento interinale urgente si ritrova nel caso decidodal Tribunale di Firenze lo scorso 11 settembre 2015. La società in crisi svolgeva laproprià attività nel settore delle opere pubbliche, costruzioni stradali e lavori stradali. Si trattava di una società in piena attività con importanti appalti in corso di esecuzione da parte di committenti, che pagavano regolarmente gli stati d'avanzamentodei lavori. Il fabbisogno finanziario era riconducibile ai costi diretti e indiretti dei cantieri. Il mancato pagamento delle forniture avrebbe determinato la loro interruzione, suscettibile di ripercutersi sulla corretta esecuzione dei contratti, con la conseguente possibilità di contestazioni e anche della risoluzione dei contratti stessi. Le linee dicredito attive erano due, mentre le altre erano incagliate. La domanda *ex art. 182 quinquies*, co. 3, l.f. era, pertanto, destinata a ripristare la liquidità sia mediante nuovi rapporti autoliquidanti (anticipo fatture s.b.f. e/o cessione di credito), sia mediante la richiesta di mantenimento di linee autoliquidanti in essere, l'ampliamento dei castelletti affidati per anticipo fatture ed un ulteriore affidamento. In tale ipotesi il commissariogiudiziale nel proprio parere ha indicato le attività svolte: interlocuzione con gli organi societari, esame dei contratti di appalto, esame del bilancio infrannuale e del conto economico previsionale per l'anno in corso ed esame del *budget* finanziario per il periodo di riferimento, con l'indicazione del fabbisogno finanziario. Successivamente, ha indicato i risultati degli accertamenti, concludendo che in mancanza di nuova finanza la società 15 non avrebbe avuto la possibilità di svolgere la propria attività, con conseguenze negative sia a livello di dispersione del valore aziendale e dei livelli occupazionali, sia in merito alla possibile applicazione di penali e di richieste di risarcimento dei danni. In BROGI R., *La finanza interinale urgente*, IL CASO.it, aprile 2016.

un atto di frode *ex art. 173 L.F.*, cagionando la revoca dell'ammissione alla procedura di concordato preventivo.

Costituisce caso di scuola quanto deliberato dal Tribunale di Benevento il 4 febbraio 2016, quando l'autorizzazione *ex art. 182 quinquies*, co. 3, l.f. è stata rilasciata, imponendo all'impresa in crisi di tenere una contabilità economica e finanziaria distinta delle somme ricevute per effetto dei finanziamenti autorizzati, in modo da poter desumere l'uso delle somme ricevute per costi utili e funzionali al normale esercizio dell'attività d'impresa. Prevedendo, inoltre, la trasmissione con scadenza mensile di tale rendicontazione ai commissari giudiziali¹⁹⁴.

Nulla vieta che comunque il finanziamento proveniente dalla piattaforma possa rappresentare una somma a titolo di finanza strumentale non urgente ovvero nuova finanza a norma dell'art. 182 *quater* comma 1 e pertanto sia espressamente inserita nel piano oggetto del vaglio da parte del Tribunale. Naturalmente l'ottenimento del decreto di omologazione aggiunge sicurezza a coloro che rischiano il proprio denaro.

Tuttavia, le analogie tra concordato preventivo e accordo di ristrutturazione dei debiti *ex art. 182 bis* sono piuttosto limitate. Infatti, la soluzione concordataria offre all'imprenditore oltre alla possibilità di riprendere l'attività beneficiando della falcidia concordataria sui crediti anteriori al deposito del ricorso, la scelta di sospendere o sciogliere i contratti pendenti, il blocco delle ipoteche giudiziali ed l'interruzione del corso degli interessi dei creditori chirografari fino alla data dell'omologazione.

¹⁹⁴ BROGI R., *La finanza interinale urgente*, IL CASO.it, aprile 2016.

Figura 18: tabella riepilogativa

<p style="text-align: center;">SOLUZIONE C CONCORDATO PREVENTIVO IN BIANCO</p> <ul style="list-style-type: none">• Blocco procedure esecutive e cautelari• Sospensione istanza di fallimento• Inefficacia ipoteche giudiziali nei 90 giorni• Inopponibilità atti e/o negozi• Interruzione interessi su chirografari e riconoscimento interessi legali (solo) su prelatizi• Scioglimento o sospensione contratti pendenti• Gestione limitata ad atti ordinaria amministrazione• Obblighi informativi periodici• Pagamento crediti anteriori• Sospensione obblighi civilistici tutela integrità patrimonio <p><u>In caso di fallimento:</u></p> <ul style="list-style-type: none">• Esenzione revocatoria fallimentare• Esenzione bancarotta preferenziale e semplice• Finanziamenti prededucibili

Fonte: elaborazione personale

Riassumendo le procedure nelle quali meglio si adatta un finanziamento sono senza alcun dubbio l'accordo di ristrutturazione dei debiti ed il concordato preventivo in continuità aziendale. Il piano attestato di risanamento, oltre a non garantire nessuna tutela in sede fallimentare ai creditori finanziatori, non prevede nemmeno il giudizio di un soggetto *super partes* come il Tribunale.

Per quanto riguarda invece le prime due procedure, che in merito alla disciplina della prededuzione dei finanziamenti non presentano rilevanti difformità, il prestito del *P2P lending* collima sia con le previsioni dell'art. 182 *quinquies* commi 1,2 e 3 sulla finanza interinale, con un occhio di riguardo per quella richiedibile nelle situazioni emergenziali, sia con quelle dell'art. 182 *quater* comma 1 e 3 sulla nuova finanza. La previsione del deposito del piano sulla piattaforma priva della possibilità di appellarsi alla prededuzione accordata alla finanza ponte come disposto dal comma 2 dell'art. 182 *quater*.

I benefici apportati dall'utilizzo del prestito erogato dalla piattaforma piuttosto che da una banca sono molteplici. Anzitutto, l'impresa che necessita di liquidità per pagare fornitori oppure per portare a termine delle commesse ha bisogno di ottenere il prestito in tempi molto ristretti ed infatti le piattaforme hanno tempi di risposta molto contenuti, in media cinque giorni lavorativi, che potrebbero essere agevolmente allungati a due settimane per le necessarie verifiche da effettuare sulle performance dell'impresa in crisi. Inoltre, le piattaforme di *P2P business lending*, data la loro struttura snella caratterizzata da bassi costi

fissi, applicano tassi che vanno dall'1% all'8% che risultano inferiori se confrontati con quelli medi applicati dal settore bancario, che secondo il bollettino più aggiornato della Banca d'Italia nel trimestre gennaio-marzo 2017 sono del 10,59%. Si profilerebbe così un netto risparmio sugli oneri finanziari a cui l'impresa deve far fronte.

Si rileva positivamente anche un'altra caratteristica peculiare del *P2P lending*, ossia il fatto di prevedere la restituzione del debito attraverso rate con cadenza mensile, offrendo così la possibilità di controllare costantemente l'andamento del programma di ristrutturazione.

Dopo aver elencato tutte le garanzie e gli incentivi che la legge mette a disposizione dei potenziali finanziatori all'interno delle procedure di risanamento è doveroso chiarire quali sono le ragioni che potrebbero spingere gli *stakeholder* a rischiare il proprio denaro in un'impresa che versa in difficoltà.

Per prima cosa bisogna guardare alle imprese non come singole entità separate, ma a un sistema cellulare interconnesso che, se funziona adeguatamente, produce ricchezza e benessere. Un puzzle nel quale un tassello non si incastra correttamente con quelli adiacenti non può dirsi completo, lo stesso accade per una filiera di imprese. Quando un'impresa si trova in difficoltà ed è costretta al fallimento, le conseguenze negative non si esauriscono soltanto sui soggetti interni direttamente colpiti (lavoratori, management e azionisti), ma si riversano anche sui fornitori, sui clienti, sulle istituzioni, e in generale sull'economia circostante. Pertanto, se non si vuole compromettere il buon andamento di questo sistema è importante salvaguardare ogni singola entità di cui è composto.

I primi portatori d'interesse ad essere interessati sono naturalmente i dipendenti che desiderano proteggere il loro posto di lavoro. Tramite un portale di *P2P business lending* essi dunque avrebbero la possibilità di partecipare attivamente al processo di ristrutturazione, organizzando una raccolta di denaro (utilizzando magari parte del proprio TFR) per impedire che la produzione venga arrestata. Anche il management dovrebbe essere coinvolto in questa operazione, tuttavia senza dimenticare che un buon processo di ristrutturazione di norma comporta anche il *turnover* dei vertici aziendali.

Le imprese fornitrici e i clienti che si posizionano rispettivamente a monte e a valle gioverebbero innegabilmente da un risanamento dell'impresa: gli uni per evitare di dover incassare perdite derivanti dallo stralcio dei crediti vantati nei confronti dell'impresa incappata nella crisi, gli altri per assicurarsi la continuativa fornitura del prodotto/servizio realizzato dall'impresa stessa.

Inoltre, nel novero degli *stakeholder* aziendali si incontrano anche i gruppi di interesse locali come associazioni o comunità che beneficiano della ricchezza creata dall'impresa. Ancora, si

pensi alle imprese di beni e servizi collegate, l'esempio più lampante sembra essere il rapporto creatosi tra Luxottica ed il territorio dell'agordino, dove quest'ultimo trae un enorme beneficio dalla presenza della sede produttiva sia per quanto riguarda le strutture alberghiere e sia per quelle legate alla ristorazione.

In sintesi ciò a cui si sta cercando di arrivare è un risanamento aziendale visto con gli occhi della *stakeholder view*, che permetta la cooperazione fra tutti i soggetti interessati per affrontare il momento di difficoltà e superarlo auspicabilmente insieme unendo le risorse finanziarie. Da un mancato fallimento, come si può bene intuire, traggono beneficio un numero smisurato di soggetti, ai quali ora è richiesto l'impegno di partecipare ad una raccolta di fondi per una specifica impresa, ma che ha un ritorno molto più ampio.

III.3| Il *DIP Financing* nel Bankruptcy Code statunitense

Una delle normative più evolute in materia di finanziamenti alle imprese in crisi è senza alcun dubbio quella statunitense. Il Bankruptcy Code (ossia la Legge Fallimentare americana) all'interno del Chapter 11¹⁹⁵ offre, ormai dagli anni 90', la possibilità alle imprese c.d. *distressed* di accedere a linee di credito di nuova emissione ovvero di mantenere quelle già accordate prima del deposito della domanda di ammissione alla procedura, previa autorizzazione da parte del Tribunale, al fine di garantirne la solvibilità ed agevolarne il passaggio in tale fase di turbolenza finanziaria.

Uno dei casi più celebri della storia recente è stato quello dell'azienda automobilistica Chrysler (ora FCA dopo la *business combination* con FIAT), che nell'aprile del 2009 aveva fatto domanda di ammissione al Chapter 11 ed in cinque giorni aveva ottenuto dal giudice fallimentare di New York il benestare per ricevere un finanziamento da 4,1 mld di dollari, evitando così il blocco della produzione nei numerosi stabilimenti presenti sul territorio americano¹⁹⁶.

La *section* dedicata ai finanziamenti DIP (Debtor-in-Possession), specificatamente destinati ad imprenditori che ancora possiedono ed amministrano il loro patrimonio, è la n.364 e prevede la possibilità di ottenere denaro *in and out of the "ordinary course of the business"*. La sezione 364 si compone di quattro livelli (*subsection*) di protezione per i finanziatori, ai quali il debitore può accedere rispettando determinati requisiti.

¹⁹⁵ Assimilabile al nostro concordato preventivo in continuità sia per la presenza dei medesimi organi: *trustee* (commissario giudiziale), *bankruptcy court* (il Tribunale) ed il *creditors' committee* (il comitato dei creditori); sia per la finalità a cui mira ossia il soddisfacimento dei creditori anteriori attraverso un piano che può prevedere il soddisfacimento integrale per alcuni ma parziale per altri oppure suddividendo i creditori in classi, per poi poter ritornare ad operare beneficiando del *discharge* dei debiti pregressi. In NISIVOCCIA N., *Chapter 11*, Il Sole 24 Ore.

¹⁹⁶ STANGHELLINI L., *Diritto fallimentare: ritorno all'età della pietra*, lavoce.info, 8 giugno 2010.

- a) Consente al debitore di ottenere finanziamenti *unsecured* durante il normale corso dell'attività (*in the ordinary course of the business*¹⁹⁷), senza dover ottenere l'autorizzazione da parte del Tribunale. In caso di successivo fallimento essi vengono equiparati al rango delle spese amministrative della procedura (*administrative expense priority* di cui alla Section 503(b)), ma restano subordinati ai crediti protetti da privilegio¹⁹⁸.
- b) Consente al debitore di richiedere finanziamenti privi di garanzie, al di fuori del normale corso dell'attività (*out of the normal course of the business*), ossia durante il periodo di ristrutturazione, previo ottenimento dell'autorizzazione da parte del Tribunale *after notice and hearing*¹⁹⁹. Tali finanziamenti ottengono una classificazione pari alle spese amministrative della procedura, in modo analogo ai crediti di cui al comma a).

Proseguendo nella disamina della Section 364, i due commi (*subsection*) successivi dimostrano quanto il legislatore americano sia disposto a concedere ai potenziali finanziatori, sconvolgendo addirittura l'ordine di pagamento dei creditori, purché il *debtor* abbia la possibilità di ottenere *fresh money* per adempiere al piano di risanamento:

- c) Questa *subsection* consente di rilasciare tre differenti tipi di protezione, a condizione che il debitore dimostri di non poter ottenere alcun finanziamento riconducibile a quelli dei commi a) e b) e accertata la sua funzionalità al progetto riorganizzativo:
 - c.1) Il finanziamento può essere garantito da una *administrative expense claim priority* più forte rispetto a tutte le *administrative expense claim*, chiamata in gergo giuridico

¹⁹⁷ Si intende quel periodo nel quale il business è condotto con le consuete e normali pratiche, è un termine utilizzato per determinare la legittimazione di certe transazioni.

¹⁹⁸ Ciò significa che verranno pagate prima delle *general unsecured claim* e delle *unsecured priority claim* (ossia i crediti chirografari e i subordinati) ma dopo i *super-priority administrative expense claim*, i *secured claim* e gli *administrative expense claim* di una ipotetica successiva procedura fallimentare (Chapter 7). In VRIS J. L. E LONDON R., *An Introduction to DIP Financing*, 2007.

¹⁹⁹ Si intende dopo che il Tribunale ha raccolto informazioni sufficienti che esprime un giudizio sulla necessità e sulla funzionalità di tale finanziamento. In VRIS J. L. E LONDON R., *An Introduction to DIP Financing*, 2007.

*super-priority*²⁰⁰. La quale consente di scavalcare persino i crediti muniti di particolare privilegio *ex lege*²⁰¹.

- c.2) Il finanziamento può essere garantito da un *asset* scevro da alcuna garanzia pendente.
 - c.3) Il finanziamento può essere garantito da una *junior lien* (garanzia reale) applicata su di una *lien* già esistente.
- d) Infine, all'ultimo comma la legge consente al debitore di assumere finanziamenti rilasciando una *lien* che può essere *senior* o equivalente ad una già in essere, in questo caso si parla di *priming lien*. Tuttavia, oltre agli adempimenti previsti dal comma c) il debitore deve dimostrare che il creditore che detiene la *lien* preesistente sia adeguatamente protetto, tanto quanto il nuovo creditore.

Figura 19- Suddivisione dei crediti nel Bankruptcy Code

Class Type	Payment Type
Secured Creditors	Creditors secured by special revenues, statutory liens and/or collateral pledges
Priority Unsecured Creditors	Administrative expenses, including attorneys' fees
Unsecured General Obligation Creditors	General obligation bonds, lease appropriation promises

Fonte: ABF Journal (2014)

L'*adequate protection* del creditore già esistente risulta nella prassi difficile da provare, ma nella Section 361 il legislatore suggerisce tre possibili opzioni alternative utili a piegare lo scetticismo del Tribunale nel rilascio dell'autorizzazione:

- 1) Si può proporre il versamento della somma corrispondente in un unico pagamento effettuato in contanti (difficile in quanto il debitore se avesse tutto quel denaro liquido non ricorrerebbe al *DIP Financing*) oppure si può proporre un pagamento periodico.

²⁰⁰ I Tribunali differiscono nell'attribuire alla *super-priority* una valenza superiore anche ai crediti riconducibili alle *administrative expense* prodotte da un successivo fallimento. Tuttavia, recentemente la Bankruptcy Court del New Jersey ha riconosciuto la *super-priority* di un credito ottenuta nel Chapter 11 anche sulle spese amministrative sostenute nel successivo fallimento (Chapter 7). In AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, *Does Does a Super-Priority Claim Remain Superior Through a Conversion to Chapter 7? One Bankruptcy Court Says Yes*, 18 ottobre 2016.

²⁰¹ In tal caso si parla dei: *domestic support obligations* (le spese per il sostegno della famiglia), *employees wage* (gli stipendi dei lavoratori), *contributions to employee benefit plans* (i contributi per i dipendenti), *prepetition taxes* (le tasse) etc.

- 2) Il debitore può sostituire o modificare la garanzia reale, aggiungendovi un pagamento periodico.
- 3) L'ultima alternativa è definibile *catch-all*, poiché prevede tipicamente il rilascio di un *equity cushion*. Quest'ultimo esiste se il valore del bene collaterale è superiore rispetto al valore del credito spettante al creditore, cioè quando egli è *over collateralized*.

La possibilità di ottenere cospicue garanzie sul patrimonio del debitore, *in primis* la *super-priority*, ha sviluppato un vero e proprio segmento di mercato del credito negli USA, che abbraccia istituti di credito e numerose aziende specializzate nella raccolta di fondi per il *DIP Financing* (si veda Amerisource Funding). Accade spesso però che siano gli stessi creditori sociali a finanziare l'impresa in crisi, infatti un creditore che aveva già acquisito una *lien* precedentemente all'apertura della procedura, cercherà di diventare un c.d. *post-petition lender*. Lo strumento più in voga è il *roll-up* e consiste in un accordo tra l'imprenditore, che ottiene il denaro, e il creditore che beneficia della trasformazione di un debito *pre-petition* in uno *post-petition*, spesso riuscendo a strappare anche la *super-priority*, in modo da garantirsi una solida assicurazione sul rimborso del credito²⁰².

Il procedimento di erogazione della nuova finanza (*post-petition*) normalmente si snoda in due fasi. La prima, inquadrabile nell'ambito dei *first day orders* della procedura, dove il debitore ottiene l'autorizzazione per il rilascio di una parte delle risorse finanziarie, normalmente in ammontare ridotto, ma sufficiente a poter fronteggiare le spese aziendali più incombenti nei giorni immediatamente successivi al deposito della domanda di ammissione al Chapter 11. La seconda nella quale viene formalmente avanzata la richiesta per l'autorizzazione di un finanziamento, più corposo, sul quale poi poggeranno le sorti del piano di ristrutturazione²⁰³.

Le concessioni a favore dei finanziatori contenute nella disciplina fallimentare sommate alla vitalità/fluidità di cui sono caratterizzati i mercati dei capitali negli Stati Uniti hanno agito da volano per la creazione di un mercato che, da un lato genera tassi d'interesse molto interessanti (LIBOR più tra i 600 e i 1200 punti base²⁰⁴), dall'altro incoraggia l'afflusso di denaro verso le imprese soggette a ristrutturazione.

Una delle tante proposte avanzate dagli addetti ai lavori durante il periodo della crisi 2008-2011, poi purtroppo rimasta inascoltata, era stata quella di applicare alle imprese in crisi lo

²⁰² FCS COMMERCIAL FINANCE GROUP, *DIP Finance*, consultabile al sito internet: <http://www.fcscfg.com/index.php/terminology/dip-financing>

²⁰³ DAHIYA ET AL., *Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence*, in Journal of Financial Economics, 2003.

²⁰⁴ HENES J., *Henese: The DIP Loan – The New It Investment*, CNBC, 14 agosto 2009.

stesso programma di garanzia dei prestiti licenziato dal governo americano subito dopo l'attacco dell'11 settembre 2001 in favore delle compagnie aeree. Si tratta del Distressed Company Loan Guaranty Program (DCLGP)²⁰⁵ ideato per rilasciare una garanzia statale sui finanziamenti, ma accessibile solo previo il riconoscimento di specifici requisiti²⁰⁶.

L'esempio americano del *DIP Financing* si sposa facilmente con quanto si è cercato di sostenere durante lo svolgimento di questo elaborato. Riconoscendo le peculiarità del mercato dei capitali statunitense, che lo differenziano chiaramente da quello italiano, sia dal punto di vista della vivacità sia da quello delle dimensioni, probabilmente l'aggiunta di ulteriori incentivi di protezione concessi ai finanziatori, potrebbe stimolare maggiormente l'afflusso di denaro ad imprese domestiche in difficoltà e conseguentemente gettare le basi per la creazione di un mercato del *DIP Financing* domestico.

Le piattaforme di *P2P business lending* prima di lanciarsi su questo segmento di mercato, dovrebbero inizialmente aprirsi maggiormente ad investitori qualificati e successivamente acquisire ulteriori competenze necessarie per valutare, oltre alle imprese *in bonis*, anche quelle in crisi o prossime al fallimento.

Ciò che la normativa italiana invidia maggiormente a quella statunitense, a mio modo di vedere, è la possibilità di ottenere la famigerata *super-priority*, che tende a creare una sorta di prededuzione forte che prevale su una prededuzione minore, essendo il curatore costretto a utilizzare il ricavato della liquidazione in maniera esclusiva per il rimborso del credito ed eventualmente il residuo per tutti gli altri crediti. La sua adozione nella Legge Fallimentare italiana comprometterebbe non poco la stabilità della *par condicio creditorum*, soverchiando l'ordine di pagamento dei creditori, ed in molti casi, eliminando qualsiasi probabilità di ottenere un parziale soddisfacimento per i creditori chirografari. Tuttavia, se l'alternativa è il *credit crunch* concorsuale, ancor più esacerbato dopo le pesanti regole introdotte dalle Direttive europee sul rapporto tra impieghi e patrimonio netto della banche, forse dalla sua introduzione potrebbe giovare anche la nostra economia.

Un altro degli aspetti che il legislatore italiano dovrebbe prendere in considerazione riguarda l'esenzione per i finanziamenti interinali erogati in situazioni di forte difficoltà dall'osservanza dei limiti sulle soglie antiusura, come già avviene in molti dei paesi europei,

²⁰⁵ HENES J., *Why the Feds Should Step Into Bankruptcy Loans*, CNBC, 22 ottobre 2008.

²⁰⁶ I requisiti erano: i) l'azienda ha un urgente bisogno di liquidità, altrimenti si rischia di compromettere molti posti di lavoro, ii) il valore going concern dell'impresa è superiore al valore di liquidazione, iii) possiede un business plan valido per ridurre l'esposizione e rilanciarsi, iv) possiede sufficienti beni per potere garantire un *DIP loan* ed infine v) ha in piedi un *DIP Financing* metitevole della garanzia.

dal momento che il rischio *default* è molto più elevato rispetto alle casistiche che vedono protagoniste imprese sane, e necessitano pertanto di una remunerazione più elevata²⁰⁷.

Inoltre, al fine di incentivare lo sviluppo del mercato sarebbe un'ottima iniziativa estendere l'operatività del Fondo Centrale di Garanzia a copertura dei finanziamenti interinali, come era stato proposto negli USA con il DCLGP oppure sul modello di quanto accaduto recentemente per le cessioni dei crediti deteriorati bancari, il quale comporterebbe un aumento considerevole di soggetti disposti a concedere credito aggiuntivo.

In tutto questo le piattaforme di *P2P business lending* potrebbero giocare un ruolo fondamentale per canalizzare il risparmio privato verso le imprese in crisi, divenendo una concreta alternativa al tipico canale bancario, a ben vedere anch'esso in difficoltà.

²⁰⁷ TULLIO A., *Finanziamento all'impresa in crisi e merito creditizio. Una performance impossibile?*, IL CASO.it, febbraio 2016.

CONCLUSIONI

Lo scopo del presente lavoro era quello di analizzare i risvolti di un possibile coinvolgimento delle piattaforme innovative di *peer-to-peer business lending* in una delle procedure di risanamento aziendale contenute nella Legge Fallimentare italiana, in modo da poter sfruttare la loro tipica velocità di erogazione del credito a tassi nettamente inferiori rispetto al canale tradizionale bancario.

L'idea nasce prevalentemente dalla palese difficoltà per le PMI italiane di accedere a nuove risorse finanziarie nell'ambito di un programma di ristrutturazione. Se è vero che, a causa delle congiunture economiche sfavorevoli dell'attuale periodo storico, già per l'impresa *in bonis* risulta problematico raccogliere i capitali necessari per sostenere il regolare ciclo economico, ancor più drammatica è la situazione allorquando l'impresa si trova in crisi ed è costretta ad affidarsi ad una delle procedure finalizzate alla riorganizzazione aziendale.

Nonostante questo tema non sia ancora stato trattato da nessun esperto in materia, l'analisi della normativa si è conclusa con un esito particolarmente interessante. Infatti, si può affermare che non sembrano esserci apparentemente impedimenti nell'utilizzo delle risorse raccolte tramite un portale di *P2P business lending* all'interno di una delle procedure risanatorie previste dalla Legge Fallimentare.

Negli ultimi anni il legislatore si è dedicato molto alla revisione della disciplina in materia di gestione e rimozione della crisi, mutuando spesso norme da ordinamenti più moderni (quali Francia, Regno Unito e Germania). L'operazione di aggiornamento intrapresa dal regolatore ha avuto come obiettivo la dotazione di nuovi strumenti adatti a prevenire il fallimento e a salvaguardare gli assetti produttivi, rafforzando le c.d. soluzioni negoziate della crisi, alla base delle quali sussiste in genere un piano conciliatorio fra le istanze legittime dei creditori sociali e le esigenze del debitore di ripartire alleggerito dai debiti pregressi (*discharge*).

La disciplina relativa al finanziamento all'impresa in crisi segue due specifici binari: la prededuzione e la verifica del Tribunale. Infatti, all'indomani dell'ultima modifica avvenuta con la legge di conversione n.132/2015, il beneficio della prededucibilità viene concessa solo ai finanziamenti erogati nelle procedure che contemplano l'omologazione del piano da parte dell'organo giudiziale, marginalizzando così il piano attestato di risanamento. Inoltre, un passaggio molto importante è stata l'abolizione della norma che accordava ai soli istituti di credito e agli intermediari finanziari specializzati la possibilità di fruire della prededuzione sul credito concesso nell'ambito di un concordato preventivo in continuità aziendale o di un accordo di ristrutturazione dei debiti, aprendo la strada anche a nuove forme di finanziamento.

Il crescente numero dei fallimenti e delle procedure concorsuali, che ha caratterizzato il periodo post-crisi, ha indotto il legislatore ad incrementare gli incentivi offerti ai potenziali investitori dell'impresa in crisi, estendendo la prededuzione a tutti i finanziamenti erogati nel corso delle procedure di concordato preventivo in continuità aziendale e accordo di ristrutturazione dei debiti, e offrendo la possibilità di farsi rilasciare dal debitore a garanzia del prestito un pegno, un'ipoteca ed ora persino i crediti commerciali.

Eppure se da un lato la legge non sembra opporsi al sodalizio tra *P2P lending* e procedure risanatorie, dall'altro è doveroso confrontarsi con l'effettiva e reale capacità erogatoria delle piattaforme italiane, che purtroppo non riescono a elargire prestiti di valore medio superiore a 10.000-20.000 euro. Nonostante ciò, ho individuato nel comma 3 dell'art. 182 *quinquies* L.F. la collocazione più utile per un finanziamento di tale importo. Infatti, l'articolo *de quo* stabilisce la possibilità per l'imprenditore di richiedere un finanziamento interinale caratterizzato da estrema urgenza, al fine di garantire la solvibilità dell'impresa nella fase prodromica della procedura, cioè quella preparatoria al deposito della documentazione per la richiesta dell'autorizzazione per il vero e proprio finanziamento interinale, di ammontare più cospicuo. In tal caso il finanziamento erogato dalla piattaforma servirebbe a pagare le spese più urgenti quali possono essere le forniture di materiale, gli stipendi dei lavoratori oppure l'*advisor* incaricato a redigere il piano.

E' importante tuttavia sottolineare che nell'ambito del pre-accordo di ristrutturazione dei debiti, nonostante i tempi molto ristretti per la concessione dell'autorizzazione, il Tribunale ha a disposizione un'ampia documentazione da cui desumere la reale urgenza dell'impresa, mentre nel contesto del concordato in bianco è plausibile che i documenti in possesso del Tribunale non siano altrettanto completi, giacchè la scarsa documentazione prevista dall'art.160 comma 6 per il deposito dell'istanza. L'*impasse* è risolvibile attraverso la nomina del commissario giudiziale già nella fase preparatoria del concordato oppure obbligando l'impresa a integrare la documentazione con un estratto del piano.

Il passo successivo è stato capire chi potesse essere interessato a finanziare l'impresa in dissesto attraverso una piattaforma di *P2P business lending*. La scelta è ricaduta sugli *stakeholder* aziendali (lavoratori, fornitori, clienti, gruppi d'interesse locali) poiché essi sono i soggetti maggiormente interessati alle dinamiche aziendali. Infatti, se da un lato è probabile che essi siano già esposti finanziariamente nei confronti dell'impresa e rischiano di aggravare la loro posizione, dall'altro in caso di successo della ristrutturazione ci guadagnerebbero, oltre al salvataggio di numorsi posti di lavoro, anche il recupero di un operatore economico con cui collaborare. Non si può escludere però che alla raccolta del denaro aderiscano anche altri

prestatori esterni, attirati dalla possibilità di guadagnare un rendimento vantaggioso, necessariamente calibrato in base alla rischiosità dell'operazione.

A tutt'oggi questo segmento di *business* non viene considerato profittevole dalle piattaforme di *peer-to-peer business lending*, probabilmente per via dei costi aggiuntivi che richiederebbe l'assunzione di personale specializzato nella valutazione delle crisi aziendali o forse per l'elevata rischiosità dei progetti. Tuttavia, prossimamente si aspettano importanti collaborazioni tra investitori professionali e piattaforme di P2P lending, utili a incrementare le dimensioni dei prestiti e ad aprire nuove opportunità di *business*.

Concludendo, lo sviluppo delle piattaforme di *P2P lending* se debitamente incentivato attraverso l'introduzione di una serie di agevolazioni fiscali, analogamente a quanto già previsto nei paesi analizzati, potrebbe rivelarsi uno strumento fondamentale per quei soggetti respinti dal settore del credito tradizionale. A riguardo si aggiuga che nel Regno Unito, dalla fine del 2016, è stato reso obbligatorio per sei delle maggiori banche del paese trasferire a tre importanti piattaforme di *P2P lending* i dati sulle istruttorie svolte sulle domande a cui sia stato negato il finanziamento²⁰⁸: il potenziale flusso di attività finanziaria veicolato tramite piattaforma *web* è davvero notevole.

²⁰⁸ BRITISH BUSINESS BANK, *New Matchmaking Service for Small Businesses Looking for Finance Launched*, 1 novembre 2016.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI e SITOGRAFIA

- ACCETTELLA F., *The Crisis of Companies from an Italian Perspective: Reorganization and Fresh Money*, in *International Insolvency Review*, INSOL International, vol. 25, pag. 179-194, 2016.
- AGENZIA PER IL TERZO SETTORE, *Linee guida per la raccolta fondi*, 2010. Disponibile al sito: https://www.terzovalore.com/c/document_library/get_file?uuid=dd896fc9-b2df-48cb-b826-c635e28b878d&groupId=10227
- AMBROSINI S. E TRON A., *I principi di attestazione dei piani di risanamento approvati dal CNDCEC e il ruolo del professionista*, IL CASO.it, marzo 2015. Disponibile al sito: <http://blog.ilcaso.it/libreriaFile/788.pdf>
- AMERICAN BANKRUPTCY INSTITUTE, *Does a Super-Priority Claim Remain Superior Through a Conversion to Chapter 7? One Bankruptcy Court Says Yes*, settembre 2016. Disponibile al sito: <http://www.abi.org/feed-item/does-a-super-priority-claim-remain-superior-through-a-conversion-to-chapter-7-one>
- BANCA D'ITALIA, *La raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, novembre 2015. Disponibile al sito: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2015/raccolta-risparmio-soggetti-diversi-banche/AIR_raccolta-non-bancaria.pdf
- BANCA D'ITALIA, *Disposizioni sulla vigilanza, la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, novembre 2015. Disponibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2015/raccolta-risparmio-soggetti-diversi-banche/documento-di-consultazione.pdf>
- BANCA PROSSIMA, *Dichiarazione di debito e Funzionamento*. Disponibili al sito: <https://www.terzovalore.com/terzovalore/web/terzovalore/come-sostenere>
- BAROLONI M., *La morsa del credit crunch: in quattro anni 100 miliardi di mancato credito per le Pmi*, Il Sole 24 Ore, 20 gennaio 2015. Disponibile al sito: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-01-20/la-morsa-credit-crunch-quattro-anni-100-miliardi-mancato-credito-le-pmi-170054.shtml?uuid=ABTM9ugC>

- BEBEEZ, *Prestare alle imprese in crowdfunding in Italia, non è escluso in futuro. Lo dice Pacifici (Mise)*, 26 febbraio 2015. Disponibile al sito: <http://bebeez.it/2015/02/26/prestare-alle-imprese-crowdfunding-italia-escluso-futuro-lo-dice-pacifici-mise/>
- BEBEEZ, *FundingCircle cartolarizza crediti P2P alle pmi. Il Fei garantisce i titoli senior e KfW li sottoscrive*, 5 maggio 2016. Disponibile al sito: <http://bebeez.it/2016/05/05/fundingcircle-cartolarizza-crediti-p2p-alle-pmi-il-fei-garantisce-titoli-senior-e-kfw-li-sottocrive/>
- BEBEEZ, *Lending crowdfunding, in arrivo la prima cartolarizzazione di crediti al consumo*, 22 settembre 2016. Disponibile al sito: <http://bebeez.it/2016/09/22/lending-crowdfunding-arrivo-la-cartolarizzazione-crediti-al-consumo/>
- BEBEEZ (report), *Le piattaforme di fintech che finanziano online in Italia, focus sul social lending*, maggio 2016.
- BOHME R. e POTZSCH S., *Privacy in Online Social Lending*, AAAI Spring Symposium on Intelligent Privacy Management, Palo Alto, pag. 23-28, 2010. Disponibile al sito: <http://www.aaai.org/ocs/index.php/SSS/SSS10/paper/viewFile/1048/1472>
- BONFATTI S., *Le procedure di composizione negoziale delle crisi d'impresa: opportunità e responsabilità*, IL CASO.it, ottobre 2010. Disponibile al sito: <http://www.ilcaso.it/opinioni/214-bonfatti-12-10-10.pdf>
- BONSIGNORE R., *Il finanziamento all'impresa in crisi nella fase preparatoria della ristrutturazione del debito*, in *Il Fallimento*, pag. 37, 2009.
- BORSADELREDITO.IT, *Contratto Quadro Prestatore, Condizioni generali di adesione alla piattaforma di peer to peer lending borsadelcredito.it*. Disponibili al sito: <https://www.borsadelcredito.it/home/Trasparenza.aspx>
- BRITISH BUSINESS BANK, *New Matchmaking Service for Small Businesses Looking for Finance Launched*, 1 novembre 2016. Disponibile al sito: <http://british-business-bank.co.uk/new-matchmaking-service-small-businesses-looking-finance/>
- BROGI R., *La finanza interinale urgente*, Osservatorio sulle Crisi di Impresa, aprile 2016. Disponibile al sito: http://www.osservatorio-oci.org/index.php?option=com_phocadownload&view=category&download=2046

- BUFACCHI I., *L'Italia avrà l'«elemento spagnolo»*, Il Sole 24 Ore, 6 settembre 2015. Disponibile al sito: <http://www.ilsole24ore.com/art/notizie/2015-09-06/l-italia-avra-l-elemento-spagnolo-155749.shtml?uuid=ACA0G9s>
- BUHAYAR N., *Lending Club Wants to Broaden its Membership*, Bloomberg Businessweek, 23 aprile 2015. Disponibile al sito: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-04-23/lending-club-expands-into-business-loans-with-google-alibaba-help>
- CAMBRIDGE UNIVERSITY, *Sustaining Momentum, the 2nd European Alternative Finance Industry Report*, settembre 2016. Disponibile al sito: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2016-european-alternative-finance-report-sustaining-momentum.pdf
- CAPRIGLIONE F., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, Vicenza, CEDAM, 2015.
- CARBONE D. E CORCIULO R., *Le novità della riforma estiva in tema di finanza interinale*, Il Fallimentarista, 20 novembre 2015. Disponibile al sito: <http://ilfallimentarista.it/articoli/focus/le-novita-della-riforma-estiva-tema-di-finanza-interinale>
- CELENT, *IT Spending in Banking: a Global Perspective*, 2012. Disponibile al sito: <http://celent.com/reports/it-spending-banking-global-perspective>
- CERVED, *Osservatorio su fallimenti, procedure e chiusure di imprese*, dicembre 2016. Disponibile al sito: <https://know.cerved.com/it/system/files/Osservatorio%20su%20fallimenti%2C%20procedure%20e%20chiusure%20d%27impresa%20-%203q2016.pdf>
- CIAVOLIELLO L. G. ET AL., *Quanto valgono i crediti deteriorati*, Note di stabilità finanziaria e vigilanza, Banca d'Italia, aprile 2016. Disponibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/note-stabilita/2016-0003/n3-note-stabilita-finanziaria.pdf>
- CHEN D. ET AL., *A trust model for online peer-to-peer lending: a lender's perspective*, in *Information Technology & Management*, Springer International Publishing, vol. 15, pag. 239-254, dicembre 2014.

- CNDEC, *Linee-guida per il finanziamento alle imprese in crisi*, seconda edizione, 2015. Disponibile al sito:
[http://www.nuovodirittofallimentare.unifi.it/upload/sub/Corso%202015/7%20luglio%202015%20Linee-guida%20-%20II%20edizione%202015%20\(finale,%2024-4-2015\)-1.pdf](http://www.nuovodirittofallimentare.unifi.it/upload/sub/Corso%202015/7%20luglio%202015%20Linee-guida%20-%20II%20edizione%202015%20(finale,%2024-4-2015)-1.pdf)
- D'ANGERIO V., *Corcos: «Piani di risparmio? Siamo pronti»*, Il Sole 24 Ore, 24 ottobre 2016. Disponibile al sito: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-10-24/corcos-piani-risparmio-siamo-pronti-175631.shtml?uuid=AD5Tv9fB>
- DAHIYA ET AL., *Debtor-in-possession financing and bankruptcy resolution: Empirical evidence*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 69, Issue 1, pag. 259-280, 2003.
- DEUTSCHE BUNDESBANK, *How does P2P lending fit into the consumer credit market?*, dicembre 2016. Disponibile al sito:
https://www.bundesbank.de/Redaktion/EN/Downloads/Publications/Discussion_Paper_1/2016/2016_08_12_dkp_30.pdf?__blob=publicationFile
- DI PALMA S., *I prestiti non decollano sul quantitative easing scoppia il “caso Italia”*, La Repubblica, 20 giugno 2016. Disponibile al sito:
http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/06/20/news/i_prestiti_non_decollano_sul_quantitative_easing_scoppia_il_caso_italia-142477536/
- EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, febbraio 2015. Disponibile al sito:
[https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+\(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding\).pdf](https://www.eba.europa.eu/documents/10180/983359/EBA-Op-2015-03+(EBA+Opinion+on+lending+based+Crowdfunding).pdf)
- ECRI, *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*, maggio 2016. Disponibile al sito:
<https://www.ceps.eu/system/files/ECRI%20RR17%20P2P%20Lending.pdf>
- EVERETT C. R., *Group Membership, Relationship Banking and Loan Default Risk: The Case of Online Social Lending*, in *Banking and Finance Review*, dicembre 2015. Disponibile al sito:

https://www.researchgate.net/publication/228200235_Group_Membership_Relations_hip_Banking_and_Loan_Default_Risk_The_Case_of_Online_Social_Lending

- FAROLFI A., *La nuova finanza nella fase introduttiva del concordato preventivo e dell'accordo di ristrutturazione dei debiti*, IL CASO.it, 16 novembre 2015. Disponibile al sito: <http://blog.ilcaso.it/libreriaFile/842.pdf>
- FEDI G. G., *Per gli investitori ritorni più generosi rispetto ai bond*, Il Sole 24 Ore, 11 luglio 2016. Disponibile al sito: <https://www.prestiamoci.it/files/LEsperto-Risponde-11-Luglio-2016.pdf>
- FICO D., *Concordato in continuità e apporto di finanza esterna*, Il Fallimentarista, gennaio 2017. Disponibile al sito: <http://ilfallimentarista.it/articoli/quesiti-operativi/concordato-continuit-e-apporto-di-finanza-esterna>
- FILOTTO U. (a cura di), *Peer-to-peer lending: mito o realtà?*, Roma, Bancaria Editrice, 2016.
- FILOTTO U. ET AL., *Il mercato del peer-to-peer lending nel mondo e le prospettive per l'Italia*, *Bancaria*, vol.72, fasc. 3, pag. 67-71, 2016.
- GAD. P., *Se presti soldi ad altri privati il guadagno arriva al 7%*, *Corriere Economia*, 10 ottobre 2016. Disponibile al sito: <https://www.soisy.it/pdf/corriereeconomia-10102016.pdf>
- GIANNETTO E. M., *Il P2P Lending: il nuovo volto della finanza*, *Bancaria*, vol. 72, fasc. 5, pag. 67-74.
- HENES J., *Henese: The DIP Loan – The New “It” Investment*, CNBC, 14 agosto 2009. Disponibile al sito: <http://www.cnbc.com/id/32391841>
- HENES J., *Why the Feds Should Step Into Bankruptcy Loans*, CNBC, 22 ottobre 2008. Disponibile al sito: <http://www.cnbc.com/id/27319457>
- HERZENSTEIN M. ET AL., *Tell me a good story and I lend you my money: The role of narratives in peer-to-peer lending decisions*, maggio 2011. Disponibile al sito: <https://sonenshein.rice.edu/uploadedFiles/Publications/tell%20me%20a%20good%20story%20and%20I%20may%20lend%20money.pdf>

- JACHIA G., *Accordi di ristrutturazione e finanziamenti alle imprese in crisi*, IPSOA Scuola di formazione, gennaio 2016. Disponibile al sito: [http://formazione.ipsoa.it/public/files/materiale/Jachia%20 accordi%20di%20ristrutt %20e%20finanz%20alle%20imprese%20in%20crisi.pdf](http://formazione.ipsoa.it/public/files/materiale/Jachia%20accordi%20di%20ristrutt%20e%20finanz%20alle%20imprese%20in%20crisi.pdf)
- JIN Y. E ZHU Y., *A data-driven approach to predict default risk of loan for online Peer-to-Peer (P2P) lending*, Fifth International Conference on Communication Systems and Network Technologies (CSNT), aprile 2015.
- LA CROCE G., *Finanziamento e continuità aziendale nel concordato preventivo e negli accordi di ristrutturazione dei debiti*, Quotidiano IPSOA, 12 luglio 2012.
- LENDING CLUB, *2015 Tax Guide for Retail Investors*. Disponibile al sito: <https://help.lendingclub.com/hc/en-us/articles/216706817-2015-Downloadable-Tax-Guide>
- MACCHIAVELLO E., *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, Pacini Editore, vol. 29, pag. 221-293, 2015.
- MACCHIAVELLO E., *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer-to-peer lending*, *Banca impresa società*, Il Mulino, n.2, pag. 277-336, 2013.
- MARRO E., *Imprese, ecco il piano del governo per richiamare il risparmio privato*, *Corriere della Sera Economia*, 17 maggio 2016. Disponibile al sito: http://www.corriere.it/economia/16_maggio_17/impres-ecco-piano-governo-richiamare-risparmio-privato-663c0da2-1c5e-11e6-86d1-c1e2db24bea0.shtml
- MONTANARI V., *Finanziamenti all'impresa in crisi e prededucibilità: spunti dagli ordinamenti tedesco e inglese*, in *Amministrazione e Finanza*, IPSOA, n.1, p. 79, 2012.
- MORGAN STANLEY, *Can P2P Lending Reinvent Banking?*, 17 giugno 2015. Disponibile al sito: <http://www.morganstanley.com/ideas/p2p-marketplace-lending>
- MOSCA G., *Prestiamoci, due milioni di capitale in più per il prestito sociale*, *Il Sole 24 Ore*, 18 dicembre 2015. Disponibile al sito:

<http://www.ilsole24ore.com/art/tecnologie/2015-12-18/prestiamoci-due-milioni-capitale-piu-il-prestito-sociale-151801.shtml?uuid=AC7oG9vB>

- NISIVOCCIA N., Chapter 11, *Il Sole 24 Ore*, (senza data). Disponibile al sito: <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Diritto/C/Chapter-11.shtml?uuid=d56cb8d4-58b7-11dd-9534-b5e47a9a4888&DocRulesView=Libero>
- PETRUCCIANI G., *Prestiti meno cari sulle piattaforme*, *Il Sole 24 Ore*, 11 luglio 2016. Disponibile al sito: <https://www.prestiamoci.it/files/LEsperto-Risponde-11-Luglio-2016.pdf>
- PEVERARO S., *Chi presta col click*, *MilanoFinanza*, 7 maggio 2016. Disponibile al sito: <https://www.soisy.it/pdf/mf-070516.pdf>
- PLETEROTI A. “Fermate Basilea 4”: 17mila banche in rivolta, *Il Sole 24 Ore*, 3 dicembre 2016. Disponibile al sito: <http://www.ilsole24ore.com/art/finanza-e-mercati/2016-12-02/basilea-banche-rivolta-232217.shtml?uuid=ADFTkY6B>
- POLITECNICO DI MILANO, *1° Report italiano sul CrowdInvesting*, giugno 2016. Disponibile al sito: http://www.economyup.it/upload/images/06_2016/160628164939.pdf
- POLLIO M., *Il Piano attestato di risanamento*, IPSOA Scuola di formazione, 2015. Disponibile al sito: http://formazione.ipsoa.it/public/files/materiale/MP_Sulmona_12%206%2015.pdf
- POPPER N., *Meet Marcus, Goldman Sachs’s Online Lender for the Masses*, *The New York Times*, 18 agosto 2016. Disponibile al sito: <https://www.nytimes.com/2016/08/19/business/dealbook/goldman-sachs-to-offer-an-online-lender-for-the-masses.html>
- PRESTIAMOCI, *Contratto prestatore Prestiamoci, Regolamento del marketplace della piattaforma di prestito tra privati, Modello SECCI, Speciale dichiarazioni dei redditi 2016*. Disponibili al sito: <https://www.prestiamoci.it/trasparenza>
- PROSPER, *Prosper.com Brings Consistent, High-yield 10.46% Returns to IRAs*, 29 febbraio 2012. Disponibile al sito: <https://www.prosper.com/about-us/2012/02/29/prosper-com-brings-consistent-high-yield-10-46-returns-to-iras/>

- PUR S. ET AL., *How to Analyze the Disruptive Potential of Business Model Innovation in Two-Sided Markets?: The Case of Peer to Peer Lending Marketplaces in Germany*, Portland International Conference on Management of Engineering & Technology (PICMET), luglio 2014.
- PWC, *Peer pressure, How peer-to-peer lending platforms are transforming the consumer lending industry*, febbraio 2015. Disponibile al sito: <https://www.pwc.com/us/en/consumer-finance/publications/assets/peer-to-peer-lending.pdf>
- RUTIGLIANO M., *Superare la crisi con i piani di risanamento e gli accordi di ristrutturazione dei debiti, un primo bilancio*, Giuffrè Editore, Milano, 2010. Disponibile al sito: <http://www.dse.univr.it/documenti/OccorrenzaIns/matdid/matdid905984.pdf>
- SANTELLI F., *Pmi, l'aiuto arriva in rete dalle startup finanziarie*, La Repubblica.it, 16 febbraio 2016. Disponibile al sito: http://www.repubblica.it/economia/affari-e-finanza/2016/02/15/news/pmi_laiuto_arriva_in_rete_dalle_startup_finanziarie-133527683/
- SDA BOCCONI, *Dieci anni di accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182-bis L.F.*, maggio 2015. Disponibile al sito: <http://www.sdabocconi.it/it/eventi/2015/05/dieci-anni-accordi-ristrutturazione-dei-debiti-ex-art-182-bis-lf>
- SINGH H. ET AL., *Risk and Return of Investments in Online Peer-to-Peer Lending*, 19th Workshop on Information Technologies and Systems (WITS), 2009. Disponibile al sito: <https://www.misrc.umn.edu/wise/papers/p1-5.pdf>
- SHICH S., *Debtors Qua Salvées: Superimposing Salvage Law Onto DIP Financing Agreements*, in *American Bankruptcy Law Journal*, vol. 90, pag. 130-156, 2016. Disponibile al sito: <http://heinonline.org/HOL/Page?public=false&handle=hein.journals/ambank90&page=129&collection=journals>
- SMARTIKA, *Contratto Quadro relativo ai Servizi di Pagamento di Smartika Spa forniti ai clienti Prestatori e/o Donatori*.

- SON H., *JP Morgan Working With On Deck to Speed Small-Business Loans*, Bloomberg, 2 dicembre 2015. Disponibile al sito: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2015-12-01/jpmorgan-working-with-on-deck-capital-for-small-business-loans>
- SPALAORE P., *Finanziamenti nelle procedure concorsuali*, in *Il Fallimentarista*, 1 marzo 2016. Disponibile al sito: <http://ilfallimentarista.it/bussola/finanziamenti-nelle-procedure-concorsuali>
- STANGHELLINI L., *Diritto fallimentare: ritorno all'età della pietra*, lavoce.info, 8 giugno 2010. Disponibile al sito: <http://www.lavoce.info/archives/26334/diritto-fallimentare-ritorno-alleta-della-pietra/>
- TULLIO A., *Finanziamento all'impresa in crisi e merito creditizio. Una performance impossibile?*, in *IL CASO.it*, febbraio 2016. Disponibile al sito: <http://blog.ilcaso.it/libreriaFile/866.pdf>
- VRIS J. L. E LONDON R., *An Introduction to DIP Financing*, 2007. Disponibile al sito: <http://www.velaw.com/uploadedFiles/VEsite/Resources/Wallanderv5PLIBankrBasicsFinancingOutline2007.pdf>
- KING A. A. E BAATARTOGTOKH B., *How Useful is the Theory of Disruptive Innovation?*, in *MIT Sloan Management Review*, settembre 2015. Disponibile al sito: <http://sloanreview.mit.edu/article/how-useful-is-the-theory-of-disruptive-innovation/>

RIFERIMENTI NORMATIVI

- Banca d'Italia: *Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche* (novembre 2016), Circolare n. 229/1999 (*Istruzioni di vigilanza per le banche*), *Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica* (giugno 2012).
- Bankruptcy Code (Chapter 11): Section 363, 364 e 503.
- Cassazione S.U. n.7029 del 28 marzo 2016.
- CONSOB: Regolamento Emittenti n. 11971/1999, Regolamento Intermediari n.16190/2007, Comunicazione n. 10101143 del 10 dicembre 2010, Comunicazione n.DAL/97006042 del 9 luglio 1997.

- D.l. 273/2005 (conv. L. 51/2006), D.l. 78/2010 (conv. L. 122/2010), D.l. 83/2012 (conv. L. 134/2012), D.l. 83/2015 (conv. L. 132/2015).
- D.lgs. 11/2010.
- Direttive europee: 2003/71/CE (Prospetti), 2004/39/CE (MiFid), 2005/60/CE, 2006/73/CE, 2007/64/CE, 2008/48/CE, 2009/110/CE, 2013/36/UE.
- L. 232/2016 (Legge di Bilancio).
- Legge Fallimentare: art. 1, 67, 160, 161 *bis*, 173, 181, 182 *bis*, 182 *quater*, 182 *quinquies*, 182 *sexies*, 216, 217, 217 *bis*.
- Regolamento europeo 2013/575/EU.
- Tribunale di Bergamo, 26 giugno 2014, IL CASO.it
(<http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/10970.pdf>)
- Tribunale di Firenze, 11 settembre 2015, Unijuris.it
(<http://www.fallimentiesocieta.it/sites/default/files/160114093345.PDF>)
- Tribunale di Benevento, 4 febbraio 2016, IL CASO.it
(<http://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/14146.pdf>)
- T.U.B.: art. 10, 11, 106, 108, 114 *quinquies*, 114 *octies*, 114 *duodecies*, 130.
- T.U.F.: art. 18.
- T.U.I.R.: art. 88.