



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

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

**DIPARTIMENTO DEL RELATORE: DIPARTIMENTO DI DIRITTO
PRIVATO E CRITICA DEL DIRITTO**

**CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN
ECONOMIA E DIRITTO**

TESI DI LAUREA

**"STRUMENTI DI FINANZA ALTERNATIVA:
IL *LENDING CROWDFUNDING* ITALIANO"**

RELATORE:

CH.MO PROF: MARCO CIAN

LAUREANDA: GLORIA CAPPELLARI

MATRICOLA N. 1206559

ANNO ACCADEMICO 2019 – 2020

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.

The candidate declares that the present work is original and has not already been submitted, totally or in part, for the purposes of attaining an academic degree in other Italian or foreign universities. The candidate also declares that all the materials used during the preparation of the thesis have been explicitly indicated in the text and in the section "Bibliographical references" and that any textual citations can be identified through an explicit reference to the original publication.

Firma dello studente

Gloria Coppelli

Sommario

INTRODUZIONE	9
1. ANALISI GENERALE DI CONTESTO: LA FAMIGLIA <i>FINTECH</i>	13
1.1 Che cos'è il " <i>FinTech</i> "	13
1.2 Gli operatori <i>FinTech</i> e <i>TechFin</i>	14
1.3 Il contesto giuridico di riferimento	17
1.4 La classificazione delle attività	19
1.5 La valutazione dei rischi	22
1.6 Il settore in numeri e le prospettive future	24
2. ANALISI SPECIFICA DI CONTESTO: IL GENERE <i>CROWDFUNDING</i>	29
2.1. Introduzione al <i>crowdfunding</i>	29
2.2. Tassonomia dei modelli.....	31
2.3. Impieghi, similitudini e differenze dei modelli a confronto	33
2.4. Il quadro regolamentare.....	35
2.4.1. Analisi generale	35
2.4.2. La Proposta di Regolamento UE N.2018/0048	36
2.5. Motivi di successo e criticità del <i>crowdfunding</i>	38
2.6. Il <i>crowdfunding</i> in numeri	39
3. CASO DI SPECIE: IL <i>LENDING CROWDFUNDING</i>	43
3.1. Introduzione al <i>lending crowdfunding</i>	43
3.1.1. Nascita e sviluppo del fenomeno.....	43
3.1.2. Precisazioni terminologiche del termine	44
3.2. Tassonomia dei modelli	45
3.3. Forme di finanziamento non qualificate come <i>lending</i>	47

3.4.	Il paradigma economico-tecnologico della piattaforma	48
3.4.1.	Classificazione IOSCO	48
3.4.2.	Altre classificazioni	50
3.4.3.	Gli attori del contratto.....	51
3.4.4.	I meccanismi di funzionamento della piattaforma	52
3.5.	Analisi giuridica delle discipline in ambito finanziario connesse al <i>lending crowdfunding</i>	54
3.5.1.	La raccolta di risparmio	55
3.5.2.	Erogazione del credito e mediazione creditizia.....	57
3.5.3.	I servizi di pagamento.....	58
3.5.4.	I servizi d'investimento	61
3.6.	Oltre l'ambito finanziario: le altre discipline applicabili	63
3.7.	Le proposte di regolamentazione europea	66
3.8.	Cenni sugli aspetti fiscali del territorio nazionale	69
3.9.	Il <i>lending crowdfunding</i> in numeri	70
3.9.1.	Analisi diffusa	70
3.9.2.	Paese Italia.....	72
4.	LA VALUTAZIONE DEL <i>LENDING CROWDFUNDING</i> COME STRUMENTO ALTERNATIVO AL CREDITO TRADIZIONALE.....	77
4.1.	Il valore aggiunto del <i>lending crowdfunding</i>	77
4.2.	Analisi dei rischi, valutazione delle opportunità	79
4.3.	La collocazione degli <i>incumbents</i> nel contesto <i>FinTech</i> del credito	81
4.4.	Strumenti di finanza alternativa a confronto.....	83
4.5.	Valutazione dello strumento nella gestione dell'equilibrio finanziario aziendale.....	86
4.6.	Il <i>lending crowdfunding</i> nello scenario specifico del COVID-19	88
	CONCLUSIONI	93

INDICE FONTI FIGURE	95
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E SITOGRAFICI	98
PRASSI.....	107

INTRODUZIONE

La finalità del presente elaborato è volta ad illustrare ed analizzare, dal punto di vista giuridico ed economico, il fenomeno del *marketplace lending*. Con *peer-to-peer lending*, *social lending*, *marketplace lending*, *crowd-lending* o semplicemente *lending crowdfunding*¹, si fa riferimento a quella recente modalità di finanziamento che si pone in alternativa, ma anche in complementarità, ai tradizionali canali di accesso al credito e che viene realizzata attraverso l'utilizzo di piattaforme di intermediazione online, dove prestatore e prenditore di fondi vengono messi in contatto, con schemi differenti a seconda del modello utilizzato.

L'applicazione dell'innovazione tecnologica ai vari settori dell'economia, incluso il settore finanziario, ha determinato lo sviluppo di nuovi prodotti e di nuovi processi che sono intervenuti, alcune volte in modo “*disruptive*”, su quella che può essere definita l'industria finanziaria di tipo tradizionale.

In questo contesto ha trovato spazio lo sviluppo del *Fintech*, un fenomeno basato su nuove modalità di strutturazione, presentazione e distribuzione dei servizi finanziari², volto a modificare significativamente il rapporto tra clienti e operatori finanziari, ma non solo.

Gli strumenti di finanza alternativa, tra cui il *lending crowdfunding*, si servono di diverse leve per aumentare la propria forza all'interno del contesto economico, prima tra tutte la disponibilità di una ingente quantità di informazioni (c.d. *big data*) a basso costo. Non meno rilevante è lo sviluppo della digitalizzazione e della tecnologia che ha dato un consistente sostegno ad un altro fenomeno collegato, quello della *sharing economy* o “*economia collaborativa*”, intesa, nella sua concezione più tecnica, come “*un nuovo modello di contatto sia economico che culturale, capace di promuovere forme di consumo consapevole che razionalizzando le risorse favorisce lo scambio di beni e servizi, anziché fondarsi sull'acquisto così come avviene nell'economia tradizionale*”³ o meglio ancora, quella economia “*generata*

¹ Si rimanda al Capitolo Terzo per uno studio approfondito sulle diverse accezioni del termine con cui viene identificato il fenomeno.

² SCHENA, TANDA, ARLOTTA e POTENZA, *FinTech: definizione e linee di sviluppo*, in CONSOB (a cura di), *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era del digitale*, Roma, 2018, p.8. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4cae45b7bf80963#page=1.

³ LIBERATORE, *Verso una disciplina della sharing economy*, in *Fiscalità e commercio internazionale*, 2017, II, p.5.

dall'allocazione ottimizzata e condivisa delle risorse di spazio, tempo, beni e servizi tramite piattaforme digitali"⁴.

Per ultimo, ma non d'importanza, lo strumento del *lending crowdfunding* sembrerebbe essere efficace in risposta al verificarsi del fenomeno del cosiddetto "*credit crunch*" ovvero di quella contrazione della disponibilità generale di risorse finanziarie da destinare, sotto forma di finanziamenti, ai vari operatori economici, da parte dei tradizionali istituti di credito.

Se da un lato lo strumento finanziario oggetto di tesi presenta diversi profili di interesse, è bene sottolineare che la regolamentazione risulta essere ancora insufficiente e frammentaria, sia a livello nazionale che a quello europeo; per questo motivo, gli attori economici che si trovano ad operare attraverso il mezzo del *lending crowdfunding*, non poco spesso, valutano i diversi profili di rischio e assumono decisioni ben ponderate.

Al fine di condurre un'analisi approfondita del fenomeno, nel primo capitolo del presente elaborato viene innanzitutto illustrata una contestualizzazione generalizzata del *lending crowdfunding* nel mondo *FinTech*.

Nel secondo capitolo, invece, viene argomentata l'attività del *crowdfunding*, uno dei "generi" che compongono la "famiglia" *FinTech*, secondo una classificazione che rispecchia la gerarchia linneiana, e di cui il *lending crowdfunding* rappresenta una delle "specie".

Il terzo capitolo propone il tema centrale oggetto della trattazione, attraverso un'analisi approfondita in ambito giuridico, economico e tecnico. Dopo il primo paragrafo introduttivo, posto l'obiettivo di fare chiarezza rispetto alla terminologia utilizzata per indicare il fenomeno ma anche alla classificazione dei vari modelli esistenti, l'elaborato pone attenzione sull'analisi del mezzo attraverso il quale questa tipologia di prestiti diventa possibile, ovvero la piattaforma *online*. Si parlerà, tra l'altro, dei meccanismi di funzionamento, della tipologia di commissioni applicate, dei sistemi di protezione del finanziatore, della metodologia di allocazione delle somme. I successivi paragrafi tratteranno, invece, quali discipline giuridiche, prima nell'esclusività dell'ambito finanziario, poi facendo riferimento agli altri ambiti⁵, possono essere applicate al *lending crowdfunding*, data l'attuale inesistenza di una normativa *ad hoc*, volta a regolamentare il fenomeno nel suo complesso. Si farà riferimento anche alla Proposta di Regolamento UE 2018/0048 in tema generale di *crowdfunding*, ponendo particolare attenzione sui risvolti in ambito specifico del segmento *lending*.

⁴ CAMERA DEI DEPUTATI, Proposta di legge "*Disciplina delle piattaforme digitali per la condivisione di beni e servizi e disposizioni per la promozione dell'economia della condivisione*", n. 3564, XVII Legislatura, 27 gennaio 2016. Disponibile al sito: <https://www.camera.it/leg17/126?idDocumento=3564>

⁵ Si fa riferimento ai profili giuridici in tema di normativa antiriciclaggio, prevenzione al finanziamento del terrorismo, trattamento dei dati personali e non personali, disciplina antiusura.

Ciascuno dei primi tre capitoli chiuderà con una disamina, rispetto al tema del capitolo, volta a rappresentare la sua entità dal punto di vista numerico, rispetto ad indagini effettuate da enti qualificati sia rappresentativi del territorio italiano che a livello internazionale.

Il quarto capitolo chiude con una valutazione generale del fenomeno, esaminando gli aspetti positivi e negativi, le opportunità ed i rischi dello strumento, con particolare attenzione ai diversi profili giuridici delle altre discipline potenzialmente applicabili alle piattaforme. Inoltre, viene esposto un raffronto con le altre tipologie di accesso al credito, sia tradizionali che di finanza alternativa, considerando i diversi *status* in cui un'impresa può trovarsi, con particolare riferimento allo scenario del disequilibrio finanziario e alle difficoltà di accesso al credito.

Viene proposto, infine, un approfondimento finale, relativo all'utilizzo del *lending crowdfunding* nel presente periodo di crisi causato dalla pandemia di Covid-19, con riporto di alcuni casi di soluzioni alternative individuate e proposte da diversi istituti di credito bancari italiani in un'ottica di collaborazione con le piattaforme *online*.

1. ANALISI GENERALE DI CONTESTO: LA FAMIGLIA *FINTECH*

SOMMARIO: 1.1 Che cos'è il "*Fintech*". – 1.2 Gli operatori *FinTech* e *TechFin*. – 1.3 Il contesto giuridico di riferimento. – 1.4 La classificazione delle attività. – 1.5 La valutazione dei rischi. – 1.6 Il settore in numeri e le prospettive future.

1.1 Che cos'è il "*FinTech*"

Il termine "*FinTech*" nasce dalla crasi tra le parole "finanza" e "tecnologia" esprimendo così una definizione generica di "tecnologia finanziaria". In realtà, una definizione univoca del termine non è ancora esistente e le diverse demarcazioni del vocabolo che si possono segnalare nella letteratura risalgono principalmente alle varie Autorità o Istituzioni che hanno approfondito e studiato lo sviluppo del fenomeno.

L'ESMA⁶, l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, definisce il *FinTech* come parte dell'innovazione tecnologica applicata alla finanza⁷; il Parlamento Europeo, invece, classifica qualitativamente il fenomeno come "un'attività finanziaria resa possibile o offerta attraverso nuove tecnologie, comprendente l'intero settore finanziario in tutte le sue componenti"⁸. Le suddette definizioni vanno così a comprendere, in modo eterogeneo e particolarmente indefinito, diverse tipologie di società che operano con le nuove tecnologie informatiche, comprendendo gli intermediari finanziari tradizionali ma anche altre società, che offrono semplicemente servizi di supporto alle prime, classificabili come soggetti non vigilati che utilizzano soluzioni tecnologiche per fornire prodotti finanziari di vario tipo.

⁶ ESMA, acronimo di "*European Securities and Markets Authority*", è un organismo europeo composto dai Presidenti delle Autorità di vigilanza bancaria degli Stati Membri. Nato nel 2011, con sede a Parigi, ha il compito di supervisionare il mercato finanziario europeo promuovendo la trasparenza, la concorrenza leale, l'efficienza e la stabilità finanziaria come principi basilari del suo operato.

⁷ PARACAMPO, *Fintech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in PARACAMPO (a cura di), *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, p.3.

⁸ PARLAMENTO EUROPEO, *Relazione sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario* (2016/2243/INI), pubblicazione del 28 aprile 2017.

Disponibile al sito: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0176_IT.html.

Una definizione più esaustiva è stata fornita, secondo gli autori del Quaderno FinTech n. 1 promosso dalla Consob, dal *Financial Stability Board* (2017)⁹ che definisce il *FinTech* come un'innovazione tecnologica nei servizi finanziari operante a livello intersettoriale, attraverso nuovi modelli di business, applicazioni, processi o prodotti che producono effetti sulla fornitura dei servizi finanziari e che, *inter alia*, hanno l'obiettivo di rinnovare il sistema finanziario tradizionale. Si pensi, per esempio, ai servizi di pagamento *online*, alle piattaforme di *crowdfunding* (tra cui emerge anche il *lending* oggetto del presente elaborato), alla moneta virtuale, oppure ai servizi di *robo-advice* in campo finanziario; ricerche condotte dall'Osservatorio *Fintech & Insurtech* del Politecnico di Milano testimoniano che almeno un italiano su tre, nell'anno 2018, ha utilizzato un servizio *FinTech* e la maggior parte dei consumatori si ritiene soddisfatta e propositiva verso un ampliamento dell'utilizzo dei servizi. Sebbene le definizioni siano molteplici e non del tutto esaustive, l'intuizione del lettore è di facile realizzo: la portata del mondo *FinTech* costituisce una misura eccezionale ed ancorché non se ne ravvisino completamente gli sviluppi è sicuramente indiscutibile l'armonia del fenomeno agli schemi di vita che caratterizzano la società moderna.

1.2 Gli operatori *FinTech* e *TechFin*

Gli attori che operano all'interno del *FinTech*, inteso, in questo caso, come uno dei segmenti che compongono il settore dell'industria finanziaria, sono molteplici e si qualificano in modo differente a seconda della natura, del servizio offerto oppure del loro grado di presenza all'interno del settore finanziario. In questa sede si è deciso di apportare due diverse classificazioni elaborate sia dalle Autorità istituzionali nazionali competenti in materia, sia da soggetti privati quali operatori del settore.

La prima classificazione proposta è ad opera degli autori del Quaderno *FinTech* n.1, promosso dalla Consob, che differenzia le imprese c.d. "*FinTech*" da quelle "*TechFin*", a seconda della natura: le prime si qualificano come *start-up* del settore, in concorrenza diretta con gli *incumbents*, ovvero con gli intermediari finanziari soggetti alle ordinarie regole di vigilanza. Sono imprese che offrono servizi finanziari caratterizzati da innovazioni di prodotto o di processo, con l'obiettivo di colmare i disservizi degli intermediari finanziari tradizionali. A differenza delle prime, le imprese *TechFin* sono già attive ma in settori diversi da quello

⁹ FSB "*Financial Stability Board*" è un organismo di vigilanza a livello internazionale sul sistema finanziario mondiale. Sito a Basilea, è costituito dai rappresentanti dei governi dei Paesi del G20, dai Presidenti delle diverse Banche Centrali e da altri Paesi che, pur non facenti parte del G20 rappresentano comunque entità rilevanti dal punto di vista dei mercati finanziari.

finanziario, quali, a titolo esemplificativo, quello tecnologico o distributivo. Questa seconda tipologia di imprese si caratterizza per l'ampliamento verso i servizi finanziari della gamma di prodotti offerti concependo servizi di natura "consumer based", tali quindi da riuscire a soddisfare in maniera *customizzata* le esigenze del consumatore finale. A differenza delle imprese *FinTech*, le imprese *TechFin* "entrano nel settore finanziario già disponendo di una base di clientela derivante dallo svolgimento delle preesistenti attività di natura non finanziaria e, pertanto, utilizzano le informazioni in tal modo acquisite per lo sviluppo dell'offerta di servizi finanziari. Per questo motivo, oltre che per l'enorme disponibilità finanziaria, tali aziende sono competitor potenzialmente molto più aggressivi e temibili sia per gli intermediari finanziari vigilati, sia per le *FinTech*, specie se start-up"¹⁰.

Residuano, nella classificazione su citata, le imprese semplicemente "Tech", che offrono attività strumentali e di supporto sia alle imprese *FinTech* (in questo caso, come fornitori o attraverso *partnership*) che alle imprese *TechFin*¹¹. La differenza essenziale che il lettore ha modo di cogliere è la posizione del prodotto finanziario all'interno della catena del valore: per le imprese *FinTech* questo costituisce un mezzo produttivo, per le imprese *TechFin* rappresenta il prodotto finito.

La seconda classificazione proposta è ad opera di un attore privato del settore, che analizza annualmente, dal 2017, l'andamento del fenomeno *FinTech* in ambito nazionale. La classificazione degli operatori segue un criterio metodologico che considera l'attività principale svolta dall'operatore stesso più che la sua natura; la giustificazione della scelta si riscontra nell'inesistenza di una definizione esaustiva del termine "*FinTech*", di cui si è già discusso nel paragrafo precedente. Gli attori si suddividono in "*Aziende Financial Pure*", operanti all'interno delle aree di "*Payment, Money Management, Lending, Wealth & Asset Management, Capital Market & Trading e Altro Crowdfunding*" contrapposte alla categoria residuale delle "*Altre aziende*", che operano invece al di fuori della catena del valore bancaria, si propongono attraverso offerte innovative di interesse per la realtà finanziaria e offrono servizi quali "*InsurTech, RegTech, Cybersecurity e Tech Enabler*"¹².

¹⁰ ZETZSCHE, BUCKLEY, ROSS, ARNER, e BARBERIS, *From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, in *European Banking Institute Working Paper Series n.6*, 2017, p.6. Disponibile al sito: <https://ssrn.com/abstract=2959925> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2959925>.

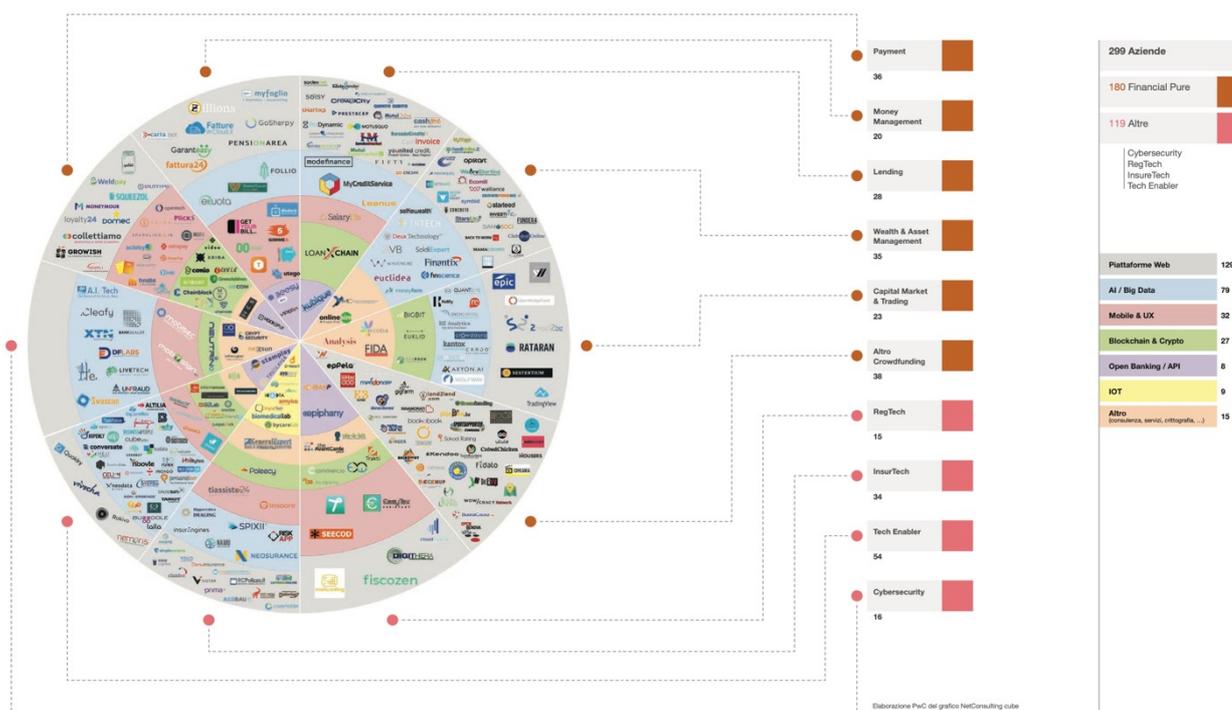
¹¹ Per uno studio più approfondito dell'argomento si rimanda a CONSOB (a cura di), *Lo sviluppo del FinTech Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era del digitale*, Roma, 2018. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963#page=1.

¹² LORINI, PESATI, QUADRELLI e UTTINI, *Piccole FinTech crescono con "intelligenza"*. Osservatorio *FinTech Italia PWC 2019*, Milano, II edizione, 2019, p. 14. Disponibile al sito: <https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/PwC-FinTech.pdf>.

In entrambe le classificazioni, l'aspetto sostanzialmente rilevante è il passaggio da un fenomeno di nicchia ad una diversificazione sempre più ampia¹³. Oltre a ciò, è bene sottolineare che dal punto di vista della presenza degli attori all'interno del settore finanziario non vi è ancora una classificazione emergente sebbene la struttura del settore bancario degli *incumbents* sia caratterizzata da un recente fenomeno di diversificazione contrassegnato da strutture complesse e soluzioni organizzative di gruppo o conglomerate. Le imprese *FinTech* e *TechFin*, d'altro canto, si sviluppano lungo una struttura dei costi più snella portando con sé la possibilità di attuare anche attività *cross-border* mediante canali digitali che le rendono maggiormente presenti rispetto agli intermediari finanziari tradizionali.

Il censimento delle FinTech italiane

Mappa delle FinTech Italiane 2019



Fonte Immagine 1: PwC - Osservatorio FinTech Italia. (2019). *Piccole FinTech crescono. Con «intelligenza»*; pag. 16-17.

¹³ PONZIANI, *Imprese Fintech e Techfin: l'impatto dei Big Data sulla libera concorrenza*, in CORAPI e LENER (a cura di) *I diversi settori del fintech*, Padova, 2019, pp. 31 ss.

1.3 Il contesto giuridico di riferimento

La normativa di riferimento risulta essere frammentata sia a livello nazionale che a livello europeo ed internazionale. La motivazione principale ricade essenzialmente sullo sviluppo dei servizi finanziari *FinTech* che non costituiscono una sfera a sé stante bensì vanno ad integrare settori dell'economia che sono già stati precedentemente regolamentati. Ad ogni modo l'obiettivo internazionale, che si desume dalle pubblicazioni di diversi organismi di recente estrazione, quali tra tutti il *Financial Stability Board*, è quello di creare una normativa favorevole allo sviluppo di mercati dei servizi finanziari competitivi, basati sul principio della concorrenza leale, trasparenti, volti alla tutela del consumatore, all'efficienza intesa in senso economico e al contenimento del rischio sistemico.

Il fatto che gli operatori non siano stati ritenuti di numerologia sufficientemente ampia nel passato ha costituito una delle principali difficoltà per ottenere azioni su piano unitario. Rispetto ai volumi attuali, si ritiene che il fenomeno potrebbe giustificare la necessità di un intervento regolamentare e le motivazioni che valgono sono le stesse del settore finanziario di base (una sana amministrazione dei mercati finanziari, solide garanzie per la clientela, una stabilità sistemica, la parità di regole di vigilanza). Se da un lato, un intervento normativo è palesemente richiesto, dall'altro si evidenzia che il *quomodo* non è di facile determinazione. Dalle classificazioni sopra esposte si capisce che i servizi finanziari sono caratterizzati da ampia diversificazione ed una normativa unica, complessiva, potrebbe risultare controproducente, oltre che di elaborazione tutt'altro che semplice, in un settore in continuo sviluppo e che ancora non ha definito la sua traiettoria finale. D'altronde, la mancata regolamentazione potrebbe avere conseguenze sia negative che positive per gli *incumbents*: da un lato, questi si troverebbero ad operare in situazione di concorrenza sleale, dato che i loro emergenti concorrenti non subiscono la stessa regolamentazione a cui essi stessi devono sottostare; dall'altro, invece, sarebbero sicuramente incentivati a produrre servizi finanziari più innovativi.

Secondo alcuni autori, la regolamentazione non dovrebbe ricadere nel modello "*entity based*" ovvero costruito sulla previsione di riserve di legge e sull'istituzione di Autorità di competenza specifiche, perché il sistema risulterebbe scarsamente flessibile per rispondere positivamente alle esigenze del modello dinamico quale è il *FinTech*, ma piuttosto "*activity based*" cioè regolando rispetto al servizio offerto o al prodotto proposto sul mercato.¹⁴ Il tutto, evitando

¹⁴ SCHENA, TANDA, ARLOTTA e POTENZA, *FinTech: definizione e linee di sviluppo*, in CONSOB (a cura di), *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era del digitale*, Roma, 2018, p.16. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963#page=1.

arbitraggi normativi, soprattutto causati dai modelli *cross-border*, quindi ne emerge anche una necessità di coordinamento a livello sovranazionale.

Il suggerimento di alcuni autori è quello di regolamentare secondo la metodica sopra esposta considerando le soglie dimensionali delle imprese; in tal modo, si conseguirebbe l'obiettivo di garantire, soprattutto alle *start-up*, la flessibilità di cui necessitano senza intervenire con una regolamentazione troppo rigida¹⁵. Se questa potrebbe essere una soluzione, d'altro canto la differenziazione per i soggetti che non superano determinate soglie dimensionali potrebbe favorire il loro operato in un ambiente di concorrenza sleale a favore.

In ambito comunitario, le intenzioni europee sul piano *FinTech* sono desumibili da diversi documenti prodotti dai principali organi di rappresentanza. Si fa riferimento, in particolare, ai documenti di pianificazione di un Mercato Unico Digitale (2015) ed al Piano d'azione sul Fintech (2017). Nell'ultimo documento, infatti, emergono chiaramente la tendenza al sostegno dello sviluppo di nuove tecnologie sui servizi finanziari, ma, al contempo, l'impegno verso l'incremento della sicurezza informatica e tecnologica del sistema finanziario. Anche se l'atteggiamento europeo sembra essere permissivo, l'Autorità Bancaria Europea richiama a sé un altro principio: “*Same activities, same risks, same rules, same supervision*”¹⁶. E' chiaro, quindi, come l'Autorità Bancaria sostenga invece un principio di neutralità tecnologica e finanziaria per tutti gli operatori del settore.

Vengono suggeriti alcuni strumenti d'avvio alla regolamentazione. Un primo esempio è il cosiddetto “*innovation hub*”¹⁷, che, su suggerimento degli organi UE viene ideato e presentato dalle varie Autorità degli stati membri¹⁸.

Un secondo esempio, proposto invece dal Parlamento Europeo, è il *regulatory sandbox*.

¹⁵ LINCiano e SOCCORSO, *FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione*, in PARACAMPO (a cura di) *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, pp. 27 ss.

¹⁶ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *The Eba's fintech roadmap conclusions from the consultation on the Eba's approach to financial technology (fintech)*, 2018, p.13.

Disponibile al sito: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1919160/79d2cbc6-ce28-482a-9291-34cfba8e0c02/EBA%20FinTech%20Roadmap.pdf?retry=1>.

¹⁷ Con il termine “*innovation hub*” si fa riferimento luogo di incontro istituzionale con imprese vigilate e non, nel quale l'autorità competente offre chiarimenti e indirizzi riguardo un determinato argomento, che in questo caso è il fenomeno *fintech*. In Italia, la Banca d'Italia ha attivato questo strumento, denominato “Canale FinTech”, che si propone di informazioni, reportistica e documenti volti a perseguire il fine di stimolare la conoscenza da parte del sistema produttivo. Il “Canale FinTech” è disponibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/compiti/sispagamercati/fintech/index.html>.

¹⁸ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A more competitive and innovative financial sector*, 2017, p.7. Disponibile al sito: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-158-457_response_to_the_ec_consultation_on_fintech.pdf.

Con *regulatory sandbox* si intendono “degli spazi normativi protetti dove poter sviluppare e sperimentare prodotti e servizi finanziari innovativi prima di offrirli sul mercato”¹⁹. Il Parlamento europeo incoraggia l’uso di questo strumento perché ritiene che sia ottimo per il superamento di ostacoli quali la difficile armonizzazione tra le norme esistenti del settore finanziario tradizionale e lo *status* di produzione innovativa delle nuove aziende *FinTech*. Questo strumento permetterebbe l’interazione e il confronto con gli attori del mercato, da un lato, e dall’altro costituirebbe un ambiente flessibile in cui l’innovazione tecnologica e i servizi finanziari hanno la possibilità di svilupparsi e consolidarsi, senza essere caricati da una regolamentazione troppo pesante.

In conclusione, l’assetto normativo attuale costituisce la fase di avvio di una regolamentazione vera e propria. Poco chiaro, però, risulta ancora essere il percorso europeo per la definizione della traiettoria, se più permissiva, più neutrale o più invasiva.

1.4 La classificazione delle attività

In questo paragrafo si vuole proporre, rispettando lo schema già utilizzato precedentemente nella presentazione degli attori *FinTech*, una tassonomia delle attività ricollegabili alla cosiddetta “tecnologia finanziaria”. La classificazione proposta è ad opera degli autori del Quaderno *Fintech* n.1 promosso da Consob, classificazione che viene messa a confronto con quella del medesimo attore privato summenzionato.

La classificazione promossa dall’*innovation hub* è il risultato della ricerca di operatori italiani operanti in Italia e all’estero, sulla base di variabili quali la clientela servita, le modalità del servizio, i rischi connessi e la necessità di autorizzazione ad operare. Le attività sono suddivise in due macro-classi, la prima costituita da attività di intermediazione finanziaria vera e propria, la seconda da attività prettamente strumentali. La tabella a pagina seguente illustra i segmenti che compongono le due categorie, mostrando, inoltre, quali sono le imprese *FinTech* esistenti (anno 2018) sottoposte o meno a vigilanza sul territorio italiano.

¹⁹ CORAPI, *Regulatory Sandbox nel Fintech?*, in CORAPI e LENER (a cura di) *I diversi settori del fintech*, Padova, 2019, p. 20.

Tabella 1: Le attività FinTech

A) ATTIVITÀ DI INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA

Aree di attività	Sottocategoria	Modalità operativa della FinTech	FinTech vigilate	FinTech non vigilate
1) Attività di reperimento risorse finanziarie				
Equity based financing	Crowdfunding puro (retail)	marketplace	AssitecaCrowd [1], Baldi Finance (Investi-re) [1], Crowd4capital [1], CrowdFundMe [1], Cofyp [1], Ecomill [1] [2], Fundera [1] [2], Idea CrowdFunding [1] [2], Italyfunding [1] [2], MuumLab [1], MamaCrowd [1], NextEquity [1], Opstart [1], SiamoSoci [1](iscritta tramite MamaCrowd), Starsup [1], The ING project (già TipVenture) [1], Tifosy [3] [4], UnicaSeed [3], Walliance [1], WeareStarting [1]	Equitystartup [2], Startzai [2]
		sottoscrizione (in tutto o in parte)		
		Club deal (investitori individuati)	marketplace	SiamoSoci [1], Clubdealonline [1], Epic [5]
		sottoscrizione (in tutto o in parte) Equinvest [1][6]		
Debt financing (prestiti e acquisto di titoli di debito)	Lending Crowdfunding (o social lending) e P2P lending	marketplace	Borsa del Credito [7], Lendix [8], Smartika [7], Soisy [7], Tifosy [3][4]	
		erogazione (in tutto o in parte)		PrestaCap [4], Prestiamoci [9]
	Finanziamenti a breve termine:			
	- sconto fatture (invoice lending)	marketplace	Credimi [9]	CashInvoice, CashMe, Crowdcity [10], Workinvoice
	- credito commerciale	marketplace		Sardex, Venex, Samex
	Clubdeal (investitori individuati)		Epic [5], Younitedcredit [11]	
Raccolta tramite titoli da investitori istituzionali e/o qualificati		Epic [5]		
2) Attività e servizi di investimento				
Trading	trading per clienti retail e istituzionali	Piattaforma (compreso copytrading e e-trading)	eToro Ltd [12], Wisealpha [4][13]	Euklid
	servizi informativi	sito internet		
Gestione finanziaria	servizio di gestione di cassa		Pariti [4][13]	
	salvadanaio elettronico		Gimme5 [14], Oval Money [4][13]	
Consulenza finanziaria	su prodotti di terzi	consulenza finanziaria tradizionale e robo-advice	MoneyFarm [4], Robobox [5], YellowAdvice [14]	AdviseOnly, Trapezista, SelfieWealth
	su prodotti a proprio marchio	consulenza finanziaria tradizionale e robo-advice		

Aree di attività	Sottocategoria	Modalità operativa della FinTech	FinTech vigilate	FinTech non vigilate
3) Servizi di pagamento				
Trasferimenti di moneta	fisica (cartacea/legale)		Azimo [4], Revolut [4], TransferWise [4]	
	solo virtuale (criptomoneta)			Chainblock, Sardex, Venex, Samex
Soluzioni di pagamento	fisica (cartacea/legale)		Satsipay [15], Klarna [13] [16]	Growish [17], Jusp, Opentech software Engineer, Tinaba, acasa (già Splittable) [13], Osper [13], yoyowallet [13]
	solo virtuale (criptomoneta)			BitCoin, LiteCoin, Ethereum, Chainblock, Sardex, Venex, Samex
4) Servizi assicurativi (InsurTech)				
Contratti di assicurazione			Gruppo Mutui Online [18], MioAssicuratore [19], Verti (già DirectLine) [19], Clark [13] [20], Lemonade [13], Oscar [13], ZhongAn Insurance [13]	
B) ATTIVITÀ STRUMENTALI O FUNZIONALI ALL'INTERMEDIAZIONE FINANZIARIA				
Aree di attività	Sottocategoria	Modalità operativa della FinTech	FinTech vigilate	FinTech non vigilate
5) Altro (Tech)				
Data management, Big data e analytics	servizi di gestione dati (repository)			
	rating/scoring		ClearScore [4][13], ModeFinance [21]	
	rielaborazione dati e informazioni sui mercati			cityFalcon [13], VisibileAlpha [13], Scorechain [13]
Tecnologie blockchain / DLT	sviluppo algoritmi a supporto delle diverse attività			Axoni [13], DigitalAssets [13], R3 [13]
Servizi di Security, Compliance e protezione dati personali	Predictive intelligence, AI, rilevamento frodi, cyber security, identità e autenticazione			Jumio [13], Securekey [13], uComply, KYC3
Regtech				Droit [13]
Servizi strumentali all'ambito assicurativo				Amyko, Darwininsurance, D-Heart, Laqy, Neosurance, TiAssisto24, Responsa, Spixii, SysDev
Comparatori e aggregatori di servizi			Gruppo MutuiOnline [18], Trussle [4] [13]	CashInvoice, Fintastico,

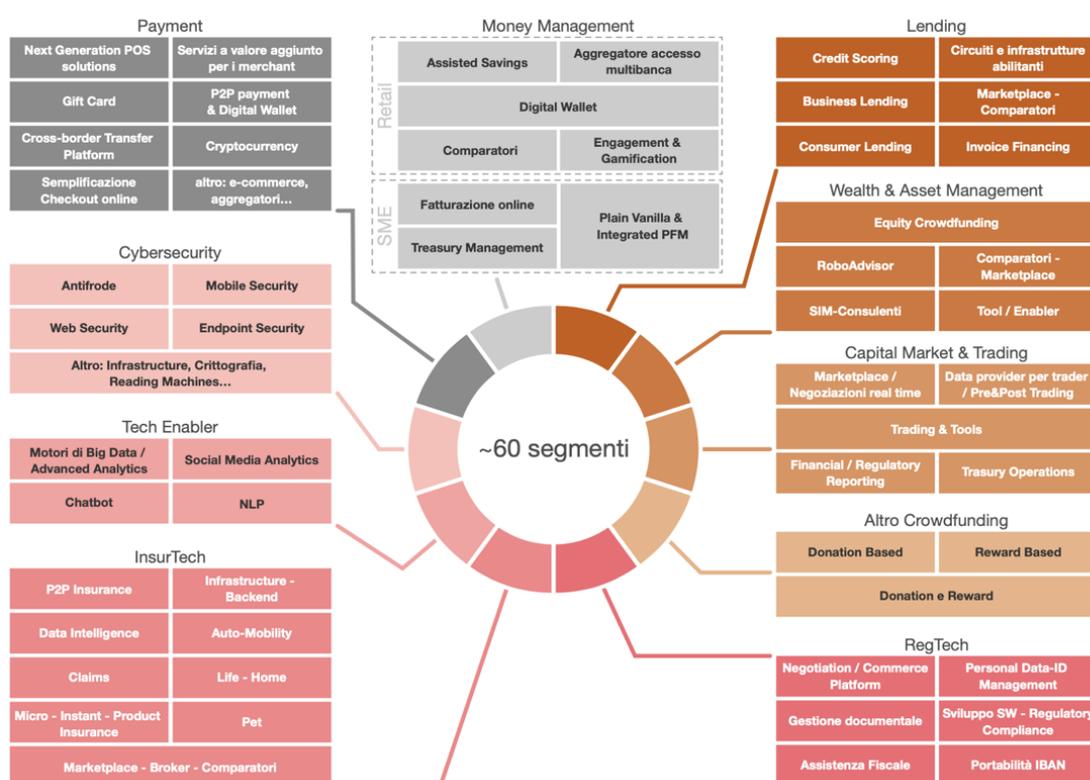
Fonte Immagine 2:

Schena, C., Tanda, A., Arlotta, C., & Potenza, G. (2018). *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale* – CONSOB Quaderno Fintech N. 1; pag. 22-23.

Anche la classificazione delle attività *FinTech* secondo il rapporto²⁰ rimarca la stessa metodologia, ovvero della classificazione in base alla finalità per cui il servizio viene richiesto dal consumatore.

In entrambi i casi, il *lending crowdfunding* si trova all'interno delle attività di intermediazione finanziaria, nell'area di *reperimento delle risorse finanziarie* nel primo caso e nell'area *lending* nel secondo. Si rimanda al terzo capitolo per l'approfondimento sulla modalità operativa delle imprese FinTech dal punto di vista dell'erogazione del servizio (se *marketplace* oppure *erogazione*).

La tassonomia delle diverse aree FinTech in Italia: un mercato sempre più articolato



Fonte Immagine 3: PWC - Osservatorio FinTech Italia. (2019). *Piccole FinTech crescono. Con «intelligenza»*; pag. 12.

1.5 La valutazione dei rischi

Se non v'è dubbio che le attività *FinTech* sopra elencate rappresentino concretamente l'evoluzione dei servizi finanziari tradizionali, dall'altro lato è bene evidenziare che ogni

²⁰ LORINI, PESATI, QUADRELLI e UTTINI, *Piccole FinTech crescono con «intelligenza»*. Osservatorio FinTech Italia PWC 2019, cit., pp. 11-13.

attività indicata presenta rischi specifici e che tutte le attività sono soggette a rischi trasversali che potrebbero far venir meno l'obiettivo di tutela del consumatore finale e potrebbero comportare ripercussioni sull'intero sistema finanziario che oggi risulta essere quasi completamente globalizzato.

L'*International Organization of Securities Commission*²¹ (IOSCO), nel rapporto annuale dell'anno 2017, ha stilato, per ognuna delle attività analizzate nel documento citato, un resoconto dei rischi a cui potrebbero essere soggette le imprese *FinTech*, da un lato, e il consumatore finale, dall'altro. Per le imprese, i rischi sostenuti si riassumono nel rischio di credito, nel rischio di mercato, nei rischi operativi, nel rischio di *compliance* e in quello strategico. Il rischio di credito è presente nel caso in cui la *FinTech* finanzia in tutto o in parte i progetti, mentre il rischio di mercato è presente nel caso in cui la *FinTech* vada a sottoscrivere, attraverso investimenti in capitale, i progetti. I rischi operativi si compongono del rischio legale, soprattutto quando l'impresa configura attività *cross-border* che potrebbero essere soggette a normative differenti dal paese nativo, a frodi da parte degli stessi utenti, ai *cyber-risk* oppure ad errori degli algoritmi. Il rischio di *compliance* comprende le modalità di comportamento della *FinTech* in tema di trasparenza, correttezza e antiriciclaggio, oltre al rischio di condurre attività che necessitano di autorizzazione. In tema di antiriciclaggio si segnala che gli intermediari finanziari tradizionali sono soggetti agli obblighi derivanti dalla normativa antiriciclaggio ma questo non è del tutto vero per le *FinTech* costituite come istituti di pagamento. Il rischio strategico, invece, fa riferimento all'ambiente in cui questa opera, caratterizzato da ampia volatilità sia dal punto di vista tecnologico che concorrenziale.

Per la clientela, invece, si presentano ugualmente il rischio di credito e di mercato, a cui si aggiungono il rischio di liquidità, in quanto non è presente un mercato secondario per la maggior parte dei prodotti finanziari *FinTech* (tra cui, a titolo di esempio, il segmento *lending*), il rischio di frode, soprattutto per operazioni *cross-border*, e il rischio di scarsa diversificazione del portafoglio dovuto essenzialmente all'inadeguata preparazione dell'utente in materia finanziaria.

²¹ L'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) è l'organismo internazionale che riunisce i regolatori di titoli finanziari del mondo. IOSCO sviluppa, implementa e promuove l'adesione a standard riconosciuti a livello internazionale per la regolamentazione dei titoli. Collabora intensamente con il G20 e il *Financial Stability Board* (FSB) nella riforma della regolamentazione globale. Costituita nel 1983, attualmente con sede a Madrid, oltre all'obiettivo dello sviluppo di standard di regolamentazione internazionali, si propone anche altri obiettivi, quali il rafforzamento della protezione degli investitori, la creazione di un ambiente trasparente sia a livello globale che regionale, oltre che l'assistenza ai mercati e il supporto alla creazione di infrastrutture di mercato genuine.

A questi rischi si aggiunge un generale rischio sistemico del settore bancario, che potrebbe comportare il deterioramento degli standard di prezzo e l'erosione dei margini di profitto degli *incumbents*.

Esistono poi dei rischi specifici, individuabili per ogni attività FinTech. Nel ramo *equity*, per esempio, la differenza con gli intermediari finanziari tradizionali è notevole in quanto quest'ultimi sono soggetti alle Direttive *Mifid* e *Mifid2* in tema di trasparenza. Le imprese *FinTech*, invece, potrebbero nascondere procedure di selezione dei progetti non del tutto trasparenti, dovute a conflitti d'interesse tra la piattaforma e il progetto che viene presentato. Nel caso del *lending*, invece, potrebbero essere presenti rischi differenti a seconda che l'attività sia *marketplace* oppure assuma rischi di credito su propri progetti; nel secondo caso l'impresa *FinTech* avrà sicuramente un incentivo maggiore nel valutare il progetto e il grado di solvibilità del prestatore di fondi. Rischi operativi possono essere legati ad un calcolo errato dell'algoritmo o della definizione del *rating* o del profilo di rischio del prestatore di fondi. In entrambi i casi, sia nell'*equity* che nel *lending*, il mercato dimostra essere poco neutrale e trasparente e le valutazioni vengono fatte da terzi sulla base di criteri non sempre trasparenti.

Per quanto riguarda i servizi di pagamento e le monete virtuali i rischi potrebbero essere connessi al fallimento di sistemi, all'utilizzo della moneta a scopo di riciclaggio, al finanziamento di attività illecite e a frodi, nonché alla fluttuazione del valore con possibilità di creazione di bolle speculative. Si fa notare, inoltre, che l'uso di monete virtuali comporta l'impossibilità di intervento nell'economia con manovre di politica economica attuate attraverso strumenti monetari legali.

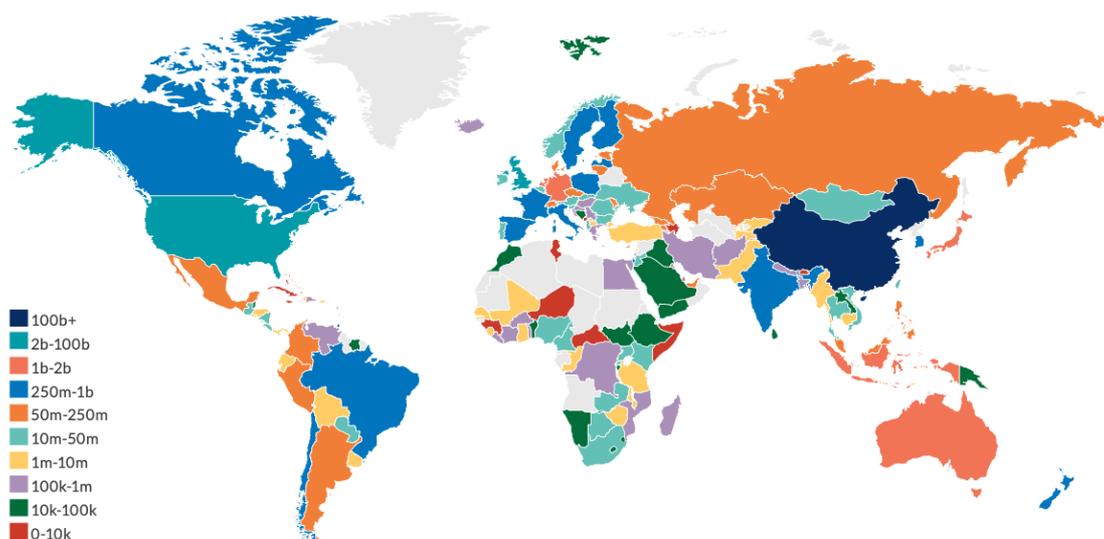
Sebbene il mercato tecnologico dei servizi finanziari evidenzia diversi profili di rischio, alcuni dovuti forse alla mancanza di una regolamentazione strutturata, nel prossimo paragrafo verrà illustrato come il *FinTech* sia comunque un fenomeno in continua espansione, destinato a progredire a livello globale.

1.6 Il settore in numeri e le prospettive future

L'ampiezza del compartimento *FinTech*, a livello mondiale, è rappresentata, nel 2018, da \$ 304,5 miliardi di dollari di transazioni. Rispetto al 2017, il volume ha subito un calo del 27%, principalmente dovuto alla contrazione del mercato cinese che rappresenta, in valore assoluto, il primo tra i Paesi in termini di volumi²². Se però si esclude il mercato cinese, il volume globale

²² La Cina rappresenta uno dei maggiori produttori di servizi *FinTech* a livello globale e il *Peer-to-Peer lending* è l'attività più sviluppata in assoluto. La contrazione del settore, evidenziata nei dati, è dovuta principalmente ai

del mercato finanziario alternativo è cresciuto del 48% su base annua, secondo i dati riportati dall'Osservatorio di Finanza Alternativa dell'Università di Cambridge²³. Nelle immagini n.4 e n.5, alla pagina successiva, si mostrano rispettivamente i volumi delle transazioni suddivise per Paese, dove l'Italia occupa il quindicesimo posto, e il *trend* in crescita dei volumi delle transazioni suddivise per macro-aree globali. Dal rapporto emerge che, nel 2018, l'Italia ha mantenuto la sua posizione come il quinto mercato finanziario alternativo più grande in Europa, con un aumento del volume delle transazioni a \$ 533 milioni (2017: \$ 272 milioni). I finanziamenti alternativi continuano a costituire un'importante fonte di finanziamento per le PMI, con volumi di finanziamento delle imprese totali che hanno raggiunto \$ 449,5 milioni mentre il volume derivato da investitori istituzionali è stato di \$ 385,6 milioni, pari al 72% del volume totale.

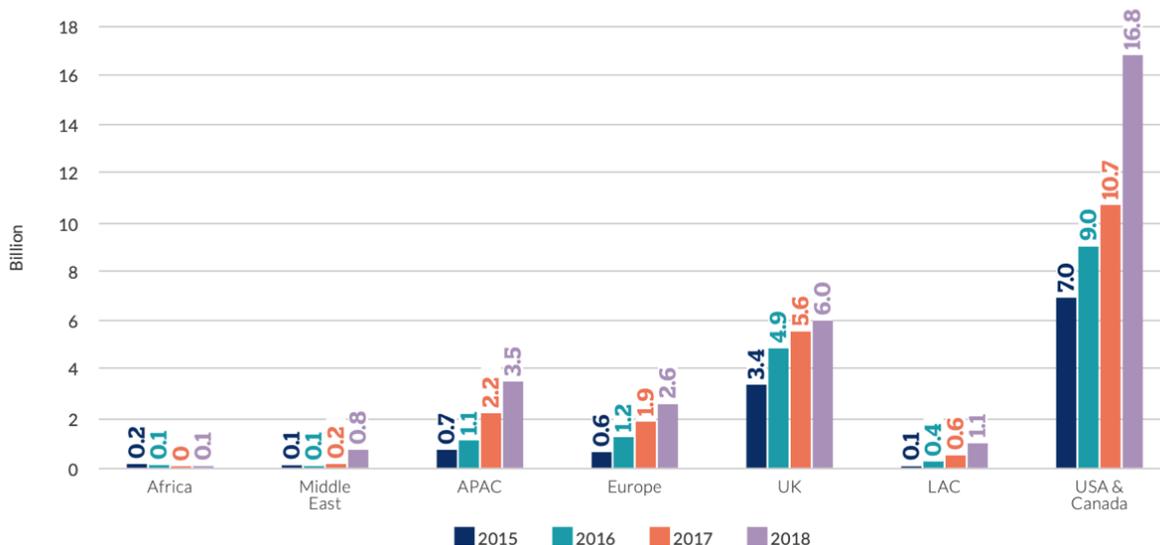


recenti casi di frodi che si sono verificati nell'ultimo quinquennio. Questi accadimenti hanno comportato innanzitutto una perdita di fiducia da parte del consumatore finale ma hanno anche provocato un intervento importante da parte delle Autorità competenti che hanno limitato e ridotto lo sviluppo delle attività summenzionate. Tra tutti gli scandali verificatisi si segnala, in particolare, il fallimento della piattaforma *Ezubao*, costruita seguendo la logica di uno Schema Ponzi, che contava più di 90.000 utenti.

²³ ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, *Cambridge Centre for Alternative Finance, The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models*, 2017, pp. 34-45. Disponibile al sito: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf.

China	\$215,396,387,848.40	Ireland	\$19,887,376.00	Mozambique	\$566,602.19
United States	\$61,134,356,480.00	Costa Rica	\$18,022,244.00	Iceland	\$564,412.63
United Kingdom	\$10,367,889,408.00	Chinese Tapei	\$17,977,488.00	Hungary	\$558,200.81
Netherlands	\$1,806,298,624.00	Albania	\$17,911,740.00	Iran	\$442,570.34
Indonesia	\$1,451,228,928.00	Vietnam	\$17,463,460.00	Malta	\$411,836.03
Germany	\$1,276,201,472.00	Uganda	\$16,769,466.00	Bangladesh	\$389,635.81
Australia	\$1,166,546,048.00	Portugal	\$16,522,692.00	Nepal	\$379,428.38
Japan	\$1,074,756,864.00	Nicaragua	\$16,333,773.00	Venezuela	\$347,674.50
France	\$933,132,928.00	Botswana	\$15,424,389.00	Solomon Islands	\$332,200.00
Canada	\$909,255,296.00	Nigeria	\$14,429,964.00	Afghanistan	\$184,478.97
South Korea	\$753,380,992.00	Jordan	\$12,833,170.00	Kuwait	\$180,000.00
Israel	\$725,827,200.00	Rwanda	\$11,397,149.00	Serbia	\$162,248.63
Brazil	\$673,192,768.00	Cameroon	\$10,017,387.00	Morocco	\$99,643.33
India	\$547,428,160.00	Cambodia	\$9,989,206.00	Sri Lanka	\$98,865.92
Italy	\$532,583,424.00	Honduras	\$9,113,525.00	Lesotho	\$83,329.64
Singapore	\$499,653,248.00	Ecuador	\$8,884,973.00	Namibia	\$82,408.74
Spain	\$419,040,224.00	Virgin Islands (U.K.)	\$8,636,083.00	Faroe Islands	\$79,227.50
Finland	\$379,191,520.00	Zimbabwe	\$6,271,710.50	Ethiopia	\$73,820.77
Poland	\$333,293,184.00	Lebanon	\$6,234,400.50	Bosnia & Herzegovina	\$69,127.19
Sweden	\$298,038,528.00	Uruguay	\$5,664,332.50	Cayman Islands	\$66,737.34
Chile	\$289,255,456.00	Tanzania	\$5,579,176.00	Benin	\$60,151.22
New Zealand	\$276,205,248.00	Pakistan	\$5,488,906.50	Lao People's Democratic Republic	\$52,525.00
Latvia	\$254,535,808.00	Ghana	\$5,190,226.50	Swaziland	\$46,800.74
Mexico	\$233,390,656.00	Congo Dem. Rep.	\$4,744,575.50	Yemen	\$43,810.74
Georgia	\$193,016,992.00	Tajikistan	\$4,726,448.00	Iraq	\$43,140.06
Colombia	\$192,467,200.00	El Salvador	\$4,669,504.50	Burundi	\$42,073.51
Armenia	\$184,032,032.00	Luxembourg	\$4,300,513.50	Belize	\$39,880.55
Estonia	\$159,526,080.00	Palestine	\$4,090,685.75	Trinidad and Tobago	\$27,156.61
Peru	\$158,461,440.00	Macedonia	\$4,033,058.75	Papua New Guinea	\$26,644.26
Denmark	\$144,745,360.00	Senegal	\$3,646,727.25	Guam	\$23,036.00
Lithuania	\$136,458,928.00	Panama	\$3,420,564.25	Svalbard and Jan Mayen	\$21,337.42
Argentina	\$129,200,504.00	Bolivia	\$3,368,415.75	Suriname	\$19,214.81
Russia	\$118,258,936.00	Puerto Rico	\$3,347,092.75	South Sudan	\$18,086.41
Philippines	\$116,544,120.00	Malawi	\$2,279,633.75	Saudi Arabia	\$15,311.00
Kazakhstan	\$86,972,728.00	Turkey	\$1,961,320.50	Barbados	\$9,812.89
Switzerland	\$83,993,232.00	Samoa	\$1,753,800.00	Gambia	\$7,604.34
Cyprus	\$63,415,464.00	Kyrgyzstan	\$1,700,249.00	Cuba	\$6,881.00
Malaysia	\$61,643,304.00	Monaco	\$1,570,929.50	Bahamas, The	\$6,491.61
Moldova	\$59,067,440.00	Kosovo	\$1,569,305.00	Vanuatu	\$6,099.57
Czech Republic	\$57,647,396.00	Sierra Leone	\$1,346,358.38	Niger	\$5,761.22
Hong Kong SAR	\$51,395,464.00	Mauritius	\$1,278,022.25	Macao	\$5,717.45
United Arab Emirates	\$50,647,812.00	Mali	\$1,268,085.50	New Caledonia	\$5,411.91
Belgium	\$49,974,036.00	Myanmar	\$1,246,200.75	Curacao	\$4,721.36
Zambia	\$40,764,320.00	Timor-Leste	\$1,202,790.38	Qatar	\$2,722.00
Bulgaria	\$40,388,056.00	Virgin Islands (U.S.)	\$1,183,935.25	Azerbaijan	\$2,222.00
Austria	\$39,338,112.00	Haiti	\$1,102,650.38	Guadeloupe	\$1,647.70
Mongolia	\$37,754,616.00	Dominica Republic	\$962,430.50	Jamaica	\$1,413.80
Slovenia	\$36,679,812.00	Cote d'Ivoire	\$947,144.75	Montenegro	\$1,400.00
Kenya	\$35,013,200.00	Egypt	\$889,912.69	Tunisia	\$1,376.04
Norway	\$34,396,224.00	Fiji	\$885,114.13	Bermuda	\$1,297.00
Thailand	\$30,990,744.00	Madagascar	\$861,980.50	Northern Mariana Islands	\$735.00
Guatemala	\$28,335,972.00	Togo	\$858,455.00	Somalia	\$694.43
South Africa	\$27,481,046.00	Liberia	\$849,181.06	Bhutan	\$325.00
Ukraine	\$26,893,774.00	Burkina Faso	\$745,401.38	Guinea	\$140.00
Slovakia	\$22,686,374.00	Tonga	\$680,136.00	Central African Republic	\$105.55
Paraguay	\$21,924,022.00	Croatia	\$597,282.56	Saint Lucia	\$32.91
Romania	\$20,648,130.00	Greece	\$581,254.13		

Figure 1.13: Alternative Finance Business Funding, Volumes By Region, USD



Fonte Immagine 4-5:

Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* - Cambridge Centre for Alternative Finance; pag. 227 (4) pag. 45 (5).

A livello nazionale, i dati più recenti in termini di investimenti *FinTech* sono resi disponibili dall'Indagine *FinTech* sul sistema finanziario italiano, condotta dalla Banca d'Italia; i dati analizzati si focalizzano sul primo semestre dell'anno 2019 e mostrano una spesa per investimenti di 624 milioni di euro, dei quali 233 spesi nel biennio 2017-2018 e 391 previsti in quello successivo.

I dati sopra riportati risultano essere a supporto di una facile intuizione che percepisce il mercato finanziario-tecnologico in continua espansione. È lecito interrogarsi sui possibili scenari futuri. La propensione all'uso della tecnologia da parte del consumatore finale, in particolar modo da quelli che attualmente vengono definiti *millennials*, vede la richiesta sempre maggiore di una semplicità e di una accessibilità veloce al servizio finanziario. Le *TechFin* sono più competitive delle imprese *FinTech* da questo punto di vista in quanto riescono a garantire una *customer experience* migliore grazie all'uso dei dati già a disposizione. Inoltre, la Direttiva *PSD2* permette l'accesso a terze parti ai dati del correntista se questo dà il proprio consenso e questo permette di eliminare il vantaggio competitivo della disposizione delle informazioni che prima era di esclusività assoluta del reparto bancario.

Attualmente in fenomeno risulta ancora essere troppo giovane per poter definire il tragitto intrapreso dagli attori economici però si possono prevedere alcuni scenari alternativi. Secondo alcuni autori ²⁴ potrebbe prodursi un effetto spiazzamento da parte degli operatori *FinTech* a sfavore degli intermediari finanziari tradizionali, che non si innovano; in alternativa, gli *incumbents* potrebbero approcciarsi in modo dinamico, tramite lo sviluppo domestico di innovazione di processo e di prodotto con attenzione sui rischi dovuti allo sviluppo tecnologico oppure in modo collaborativo con *partnership, joint venture*, acquisizioni, riducendo il numero di *competitors*. Rimane possibile, infine, un approccio di tipo elusivo, esternalizzando le attività non regolate a società *FinTech*.

Tutte le considerazioni fatte fino ad ora sono state esposte al fine di illustrare le basi su cui si erige il *lending crowdfunding*, cosicché il lettore possa contestualizzare al meglio il settore di appartenenza, l'ambiente competitivo ed il contesto macroeconomico in cui questo va a posizionarsi.

Nel capitolo successivo, scendendo più nel dettaglio, si avrà modo di canalizzare la ricerca su una delle attività di intermediazione finanziaria che compone il mercato tecnologico dei servizi

²⁴ SCHENA, TANDA, ARLOTTA e POTENZA, *L'impatto dello sviluppo tecnologico sulle scelte strategiche degli incumbent*, in CONSOB (a cura di), *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era del digitale*, Roma, 2018, p. 84 a 94.

finanziari, ovvero il *crowdfunding* (di cui in *lending* fa parte), il quale ha avuto modo di svilupparsi su una linea di pensiero particolarmente differente rispetto ai concetti che fanno invece muovere i rapporti bancari e di intermediazione finanziaria tradizionali.

2. ANALISI SPECIFICA DI CONTESTO: IL GENERE *CROWDFUNDING*

SOMMARIO: 2.1 Introduzione al *crowdfunding* – 2.2 Tassonomia dei modelli. – 2.3 Impieghi, similitudini e differenze dei modelli a confronto. – 2.4 Il quadro regolamentare. – 2.5 Motivi di successo e criticità del *crowdfunding*. 2.6 Il *crowdfunding* in numeri.

2.1. Introduzione al *crowdfunding*

Nella classificazione delle attività *FinTech* di matrice nazionale²⁵ è possibile individuare, all'interno della sezione di intermediazione finanziaria, il termine “*crowdfunding*”. In maniera speculare a quanto detto per il “*FinTech*”, anche per la definizione di “*crowdfunding*” non esiste univocità del termine. È possibile definire il *crowdfunding*, in modo generico, come “finanziamento derivante dalla folla” o “finanziamento collettivo” rispecchiando la sua mera traduzione dalla lingua inglese rispetto ai due termini che compongono la parola, ovvero “*crowd*” e “*funding*”.

La difficoltà di dare una definizione unica potrebbe essere dovuta, in prima battuta, alle diverse sotto specie che si ricollegano al fenomeno generale, accomunate solo dalla soddisfazione dei due requisiti basilari che ne permettono l'individuazione (quali la ricerca dei finanziatori e l'iniziativa di raccolta dei fondi monetari) ma totalmente differenti dal punto di vista della finalità. Alcuni autori sostengono che il criterio per il riconoscimento di questa tipologia di attività, a prescindere dallo scopo, è la “validazione critica” che si ottiene attraverso la rete: “*Se da un lato il concetto non è di per sé rivoluzionario né molto diverso da una “colletta” (...) l'elemento che ha però rivoluzionato il contesto è stato l'avvento di Internet*”²⁶. Per giunta, vi sono diversi enti nazionali ed internazionali, di natura pubblica e privata, che producono in modo autoctono la “propria” definizione di *crowdfunding* e delle sue sezioni, alcune volte accorpandone il contenuto sotto un'unica matrice, altre volte suddividendole in più parti²⁷.

²⁵ Si fa riferimento alla classificazione delle attività *FinTech* individuata nel documento promosso dalla Consob intitolato “*Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*”, di cui si rimanda, per una trattazione più approfondita, al Capitolo Primo, Immagine n.2.

²⁶ GIUDICI et al., *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano 4° Report italiano sul CrowdInvesting*, 2019, p.5.

²⁷ A titolo esemplificativo, la classificazione delle attività dell'Osservatorio di *Entrepreneurship & Finance* del Politecnico di Milano raggruppa due sezioni, il *lending* e l'*equity*, nella matrice del “*crowdinvesting*”, in un'ottica capitalistica, mentre una classificazione più condivisa dalla dottrina mantiene distinte le due *sub*-attività.

Ciononostante, si ritiene opportuno esporre, qui di seguito, tre definizioni di “*crowdfunding*” fornite rispettivamente dal Commissione Europea, dall’ECN²⁸ e dal sito d’informazione nazionale italiano: www.crowd-funding.cloud.it. La scelta effettuata, così come pocanzi descritta, è voluta al fine di riportare il punto di vista di un organo rappresentativo, di un ente professionale e di sito con finalità accademiche. Rispettivamente, il primo definisce il *crowdfunding* come un “*invito pubblico a raccogliere fondi per un progetto specifico*”²⁹; il secondo lo definisce, invece, come “*uno sforzo collettivo di molte persone che mettono in comune le loro risorse per sostenere gli sforzi avviati da altre persone o organizzazioni*”. Più completa è la definizione riportata dalla terza fonte che unifica diverse enunciazioni, in parte prodotte dalla dottrina, in parte da organi legislativi e in parte da siti d’informazione: “*Il crowdfunding è un particolare tipo di finanziamento collettivo che, sfruttando le potenzialità di Internet, consente a coloro che hanno delle idee o delle necessità, ma non tutti i fondi per realizzarle o soddisfarle, di provare ad accedere a risorse economiche di terzi attraverso specifiche piattaforme online, andando ad offrire ai propri sostenitori delle ricompense di natura finanziaria o non finanziaria. In altre parole, produrre finanziandosi dal basso su Internet*”³⁰.

Nell’ultima definizione si possono ritrovare diverse implicazioni: in *primis*, il riferimento ad un’elevata platea di sostenitori che massimizza la contribuzione economica e il sostegno al progetto presentato; in *secundis*, il confronto, seppur implicito, con gli altri strumenti di finanziamento in quanto i moduli per accedere al tradizionale credito bancario devono prevedere più scenari sviluppabili, non sempre possibili, mentre il *crowdfunding* offre la possibilità di efficientare le tempistiche del progetto e la sua realizzazione in assenza di liquidità; in *tertiis*, la “democratizzazione” dell’attività, in quanto il finanziatore riconosce un valore aggiunto al progetto o all’idea e per questo motivo decide di supportarlo e, in *fieri*, lo strumento essenziale della piattaforma *online* che permette di proporre la richiesta di supporto finanziario ad un numero di soggetti più elevato.

²⁸ L’*European Crowdfunding Network* è una rete professionale e indipendente che promuove principi di trasparenza, autoregolamentazione e buona *governance* offrendo al contempo una voce combinata nel dibattito politico e nella costruzione dell’opinione pubblica rispetto all’argomento in essere. Formalmente costituita come organizzazione internazionale senza scopo di lucro a Bruxelles, in Belgio, nel 2013, ha lo scopo di aumentare la comprensione del *crowdfunding* nello sviluppo degli obbiettivi di sostegno all’imprenditorialità e all’economia oltre che al mantenimento del dialogo con le istituzioni pubbliche, le parti interessate e i media a livello europeo, internazionale e nazionale. È possibile consultare il sito web dell’ente all’indirizzo: <https://eurocrowd.org/>.

²⁹ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni in merito alla possibilità di Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea*, Unione Europea, (COM/2014/0172), 2014, p. 2. Disponibile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172>.

³⁰ Per una ricerca più approfondita, con indicazione della bibliografia utilizzata per l’elaborazione della definizione, consultare il sito: <https://www.crowd-funding.cloud/it/definizione-139.asp>.

A livello internazionale, la nascita del concetto di “finanziamento collettivo” viene fatta risalire ai primi mercati borsistici europei. Dal punto di vista pratico, invece, lo sviluppo del *crowdfunding*, così come indicato nella definizione, coincide con la produzione delle prime piattaforme *online* attraverso le quali è possibile far transitare elettronicamente il denaro, ovvero agli inizi degli anni Novanta³¹.

In ognuno dei modelli di *crowdfunding*, che si andranno brevemente a descrivere nel prossimo paragrafo, vi sono delle figure ricorrenti:

- i. il progettista, ovvero la persona fisica o la persona giuridica che è promotrice della campagna e necessita del supporto finanziario;
- ii. la piattaforma, ovvero il portale *online* in cui le campagne vengono proposte alla “folla”;
- iii. i finanziatori, intesi come l’insieme dei soggetti che sottoscrivono la partecipazione al progetto, tra i quali si individuano anche investitori professionali;
- iv. i consulenti, che affiancano il progettista lungo la campagna a supporto di questioni legali, fiscali e di *digital marketing*;
- v. gli intermediari per gli scambi monetari, quali solitamente *provider* esterni alla piattaforma, che gestiscono le transazioni monetarie tra finanziatori e finanziati secondo vari modelli di funzionamento.

Agli attori sopra esposti si aggiungono gli enti di vigilanza nazionali, per i quali la normativa locale potrebbe prevedere attività di controllo o d’intervento in determinate casistiche.

2.2. Tassonomia dei modelli

Le diverse tipologie di raccolta fondi sono riconducibili essenzialmente a quattro modelli primari, dai quali, nel tempo, hanno avuto modo di svilupparsi diverse forme ibride caratterizzate da connotati riferibili a due o più modelli succitati³².

Il primo modello, utilizzato soprattutto per raccolte fondi con finalità *non-profit*, è denominato *donation crowdfunding*. In questo caso, la somma elargita dai finanziatori, che in realtà assumono il ruolo di soggetti donanti, non prevede alcun ritorno monetario o non monetario,

³¹ PIATTELLI, *IL CROWDFUNDING IN ITALIA Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?*, 2013, p.4.

³² La classificazione sopra riportata fa riferimento alle fonti qui si seguito espone ed è in linea con la classificazione utilizzata dalla dottrina prevalente per l’individuazione dei vari modelli di *crowdfunding*:

IOVIENO, *IL PORTALE NELL’EQUITY CROWDFUNDING. Un nuovo gatekeeper? Un’analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Dir. Inf.*, 2016, I, p.2; RIGHETTI e NARBONE, *LA DISCIPLINA DEL CROWDFUNDING*, in UNGDCEC, *Start up innovative e i nuovi strumenti di sviluppo e crescita: il crowdfunding*, 2016, pp. 33 ss., disponibile al sito: <http://www.knos.it/editoriale/default.aspx?id=11519>; COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, IV, 2015, p. 448; PIATTELLI, *op.cit.*, p.2; PIANTAVIGNA. *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Riv. dir. fin.*, 2014, II, p. 264.

salvo alcune ricompense simboliche di scarso valore economico. Questo modello viene utilizzato principalmente per motivi di carattere filantropico, sociale, culturale ed esula dall'ecosistema aziendale.

Il secondo modello è il *reward crowdfunding*. Questa forma costituisce un proprio segmento in quanto individuabile attraverso la caratteristica identificativa della peculiarità della ricompensa: il finanziatore riceve un premio, di tipo monetario o non monetario, solitamente di valore proporzionale al contributo versato. Una forma evoluta di questa tipologia viene identificata con il termine di “*pre-selling*” ovvero una vera e propria vendita anticipata di beni o servizi³³.

Il terzo e il quarto modello possono essere individuati per i loro scopi maggiormente remunerativi: il *lending crowdfunding* consiste in una forma di finanziamento che si configura come un'operazione di prestito *peer-to-peer*. L'aspetto principale che emerge è la “disintermediazione del prestito” in quanto il soggetto finanziatore sceglie personalmente il progetto a cui elargire i mezzi monetari; inoltre, questo strumento può essere una valida alternativa al prestito bancario per il prestatore di fondi. Il prestatore riceve una remunerazione al capitale sotto forma di interesse e deve considerare l'illiquidità del denaro che non può essere rimborsato fino alla scadenza naturale del prestito. Al soggetto richiedente viene assegnato un *rating*, basato sui dati presenti presso gli archivi degli enti di vigilanza nazionale oltre ad analisi che vengono effettuate direttamente dalla piattaforma sui dati di Bilancio e sulle informazioni ricavabili da fonti pubbliche e da queste dipende l'individuazione del tasso percentuale e delle commissioni applicate dalla piattaforma.

L'*equity crowdfunding* consiste nella partecipazione al capitale proprio di una società attraverso la sottoscrizione di azioni o quote da parte dei soggetti finanziatori che decidono di aderire ad un determinato progetto. Il ritorno dell'investimento può essere fornito tramite strategie di *exit*, con l'ottenimento del *capital gain*, oppure attraverso la distribuzione dei dividendi ma ovviamente questo dipende dal grado di successo della stessa società³⁴.

Rispetto alla classificazione su esposta vi sono catalogazioni che prevedono un quinto modello, il *royalty-based crowdfunding*, caratterizzato da un investimento privo di concorso al capitale

³³ Il caso più eclatante di *pre-selling* si è verificato nel 2016 quando Elon Musk, co-fondatore e amministratore delegato di Tesla, la nota azienda statunitense specializzata nella produzione di auto elettriche e sistemi di stoccaggio energetico, è riuscito a raccogliere più di duecentomila prenotazioni sul progetto della prima auto elettrica di massa denominata “Tesla Model 3”. L'accordo prevedeva l'impegno del finanziatore nel fornire un contributo di trentacinquemila dollari a fronte della “ricompensa” dell'auto per l'appunto, che sarebbe stata fornita al finanziatore a fine 2017.

³⁴ Attualmente, in Italia, la raccolta di capitale di rischio attraverso Internet deve avvenire attraverso piattaforme note ed autorizzate da Consob. Inoltre, l'ammontare dell'offerta non può superare gli otto milioni di euro e le società che possono utilizzare questo strumento devono soddisfare i requisiti per rientrare nella classificazione di PMI; il requisito di essere qualificati come PMI è di recente introduzione (d.l. 50/2017) in quanto la normativa precedente consentiva la raccolta di capitale in rete in un primo momento solo alle start-up innovative (d.l. 179/2012), e poi, in aggiunta, alle PMI innovative (d.l. 3/2015).

proprio della società (e quindi anche del rimborso del capitale) e da una ricompensa di natura monetaria in termini di profitti o ricavi.

Altre classificazioni³⁵ qualificano all'interno della medesima categoria, definita “*crowd-investing*” i segmenti *equity* e *lending*. Vi sono, ancora, altri enti³⁶ che identificano un'ulteriore sezione denominata “*Crowdfunding Real Estate*” che altro non è quella parte di *equity* e *lending* che ha come oggetto investimenti di carattere immobiliare; la motivazione della distinzione risiede essenzialmente nella differenza di importi richiesti per l'impegno finanziario, solitamente più considerevole nel campo immobiliare.

2.3. Impieghi, similitudini e differenze dei modelli a confronto

Se si vuole esporre un breve raffronto rispetto ai quattro modelli “classici” di *crowdfunding* è di facile intuizione individuare nel *donation* il modello più semplice oltretutto la lontananza da quello che risulta essere l'ambiente imprenditoriale. Ne consegue la possibilità di utilizzo per tutti i tipi di progetto; inoltre, qualunque soggetto può rivestire il ruolo del donante. Solitamente i soggetti promotori si qualificano come enti di ricerca ed enti caritatevoli. La relazione che si instaura è puntuale, lineare e breve: viene presentato il progetto, i *supporters* decidono sull'adesione, conferiscono i mezzi monetari ma non hanno alcun ritorno a titolo di ricompensa. Anche il modello *reward*, nella sua accezione più semplicistica, è un modello adatto a tutti i potenziali *supporters* e a tutti i tipi di progetto. Rispetto al modello *donation*, la “*crowd*” risulta essere più definita perché maggiormente identificabile dalla volontà di ottenere quella specifica tipologia di ricompensa. Questo modello è utilizzabile potenzialmente anche in ambito aziendalistico se si fa riferimento al meccanismo del *pre-selling*: consente di avviare la produzione di un determinato prodotto o servizio che, in caso contrario, non avrebbe fondi necessari per la sua realizzazione e, non di meno, è un'ottima strategia per conoscere in anticipo la domanda effettiva e il successo potenziale del prodotto³⁷.

³⁵ GIUDICI et al., *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano, 2° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2019, pp. 17 e 18.

Disponibile al sito: <http://www.osservatoriomibond.it/portal/minibond/documenti>

³⁶ ECN-ISG, *European Crowdfunding Network Italian Strategic Group*, (si rimanda alla nota n.28 per indicazioni sull'ente). Classificazione illustrata durante il corso sul Crowdfunding svolto in collaborazione con Fenice Green Energy Park di Padova in data 20-21 maggio 2020.

³⁷ Questa strategia consente all'azienda di calibrare in modo efficiente i processi di produzione al fine di ottimizzarne i costi. La conseguenza è che il bene o il servizio offerto attraverso il meccanismo del *pre-selling* può essere immesso nel mercato a prezzi relativamente più bassi rispetto allo stesso bene/servizio che viene prodotto nel rispetto dei normali meccanismi di mercato.

Con riguardo all'*equity crowdfunding* si deve considerare innanzitutto che i soggetti promotori possono essere solo PMI³⁸, mentre gli investitori possono rivestire il ruolo di soggetti privati ma anche di fondi professionali o *business angel*. Questo modello è caratterizzato da una relazione più complessa rispetto ai modelli precedenti in quanto la durata del rapporto non risulta essere determinata. Il rischio è ovviamente elevato in quanto l'impiego monetario dell'investitore si qualifica come concorso al capitale proprio di una società ed il rendimento è collegato alla *performance* e al risultato del progetto o della *start-up*. Vi è anche da dire che attualmente non esiste un mercato secondario regolamentato mentre per il mercato primario la regolamentazione risulta essere frammentata e insufficiente, sebbene in Italia sia stata recentemente oggetto di ristrutturazione³⁹. Ad ogni modo, l'*equity crowdfunding* risulta essere una soluzione alternativa soprattutto per le *start-up* che non sempre possono godere di un patrimonio iniziale sufficiente per lo sviluppo della *mission* aziendale.

Rispetto al *lending crowdfunding* si può dire, in maniera generica, che questa tipologia viene utilizzata nei casi di fabbisogno finanziario. Il potenziale investitore viene escluso da ogni tipo di partecipazione al capitale di rischio (e quindi, eventualmente, anche dalla direzione aziendale). Il vantaggio di questo modello risiede nella velocità di disponibilità dei fondi e nell'alternatività al canale di credito bancario tradizionale, non sempre accessibile. Formalmente, un'operazione di *lending crowdfunding* risulta essere meno rischiosa rispetto ad una di *equity*, in quanto non si concorre al capitale proprio, ma si vedrà in seguito quali saranno gli eventuali profili di rischio potenzialmente riscontrabili, quali, a titolo esemplificativo, la trasparenza dell'operatività della piattaforma, la scelta dei progetti approvati, le analisi condotte sulla solvibilità aziendale, la correttezza del calcolo del tasso di interesse e del *rating* assegnato. Dal punto di vista del soggetto finanziatore la remunerazione di questa tipologia di investimenti risulta essere mediamente più alta ma il capitale impegnato non può essere smobilizzato fino a scadenza e non sempre l'investitore è consapevole dei rischi sostenuti. Inoltre, la regolamentazione nazionale a cui si deve far riferimento è costituita principalmente dal Testo Unico Bancario; anche se è vero che sono state apportate alcune modifiche per adattare la normativa al segmento del *lending*, vi è un rischio effettivo di ricadere in vuoti legislativi⁴⁰.

³⁸ Ci si riferisce alla normativa relativa al territorio nazionale.

³⁹ D.l. n. 50 del 24 aprile 2017 e Regolamento Consob sull'*Equity Crowdfunding* adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013¹, successivamente aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016 e delibera Consob 29 novembre 2017 n. 20204.

⁴⁰ Per una trattazione approfondita rispetto ai vantaggi, svantaggi e regolamentazione del *lending crowdfunding* si rimanda al Capitolo Terzo.

2.4. Il quadro regolamentare

2.4.1. Analisi generale

L'assetto normativo attuale non vanta una struttura del tutto performante. Sebbene l'Italia sia stata la prima nazione dell'Unione Europea a definire una normativa *ad hoc* per quanto riguarda il solo segmento dell'*equity crowdfunding*, manca un impianto normativo adeguato che soddisfi la certezza di operare in un ambiente completamente stabile. L'attenzione è stata posta maggiormente al settore del *crowdinvesting* mentre l'ambito *donation* e *reward* non sono stati oggetto di particolari interventi vedendo l'applicazione della normativa civilistica già esistente.

La genesi della normativa italiana si ha con il "Decreto Crescita", convertito in Legge 221/2012, che ha introdotto la prima normativa sull'*equity*, limitandola alle sole *start-up* innovative. Successivamente, il "*Fiscal Compact*" (d.l. 3/2015) ha introdotto le prime modifiche alla Legge 221/2012, al Testo Unico Finanziario e al Codice Civile estendendo alle PMI innovative una parte della disciplina dedicata alle start-up innovative; il secondo aggiornamento è avvenuto con il d.lgs. 232/2016 che ha ampliato la normativa a tutte le PMI⁴¹. La legge rimanda al Regolamento Consob 18592/2013 e successive modifiche per le disposizioni tecniche sulla raccolta di capitali *online*. Brevemente, la normativa prevede che il gestore del portale che esercita professionalmente l'attività sia iscritto in apposito registro tenuto dalla Consob, consente la sottoscrizione di strumenti finanziari con un corrispettivo totale inferiore ad otto milioni di euro, stabilisce i requisiti per operare come gestore di un portale *online* oltre che le regole di condotta, gli obblighi di informativa verso Consob e gli investitori e l'obbligo di sottoscrizione da parte di investitori professionali di una quota di ogni offerta pari ad almeno il 5% (o 3% per PMI con ultimi due bilanci certificati da revisori). *Contra*, il segmento *lending* non ha ottenuto il medesimo trattamento in quanto non esiste alcuna normativa specifica salvo l'aggiunta di alcune locuzioni che vanno a ricomprendere l'attività svolta attraverso la piattaforma nella normativa vigente. Le principali norme che regolano il *lending* sono riconducibili al Testo Unico Bancario, alla delibera CICR n. 1058 del 19 luglio 2005 e al Provvedimento della Banca d'Italia sulla raccolta del risparmio non bancaria⁴².

⁴¹ Ai sensi del Decreto sono da considerarsi PMI le società indicate dal Regolamento 2017/1129/UE ossia le società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a quarantatré milioni di euro e fatturato netto annuale non superiore a cinquanta milioni di euro.

⁴² Per la trattazione dell'argomento si rimanda al Capitolo Terzo, paragrafo 3.5.

Concludendo, vi sono anche altre normative, di origine comunitaria, alle quali il *crowdfunding* deve far riferimento, quali direttive e regolamenti che possono far rientrare l'attività nel proprio campo di competenza⁴³.

Proprio a livello europeo, come accade per il *lending crowdfunding* in Italia, anche in quest'ambito non è presente una regolamentazione specifica delle attività riconducibili al settore e per questo motivo viene applicata la normativa in vigore per i mercati finanziari. Alcuni Stati hanno promosso, come nel caso nazionale dell'*equity crowdfunding*, delle normative *ad hoc*, ciascuna delle quali può vantare tratti differenti rispetto alle normative "sorelle" degli altri Paesi UE⁴⁴. Questa produzione a livello statale e non europeo incrementa la sensazione di incertezza in quanto, da un lato, gli operatori nazionali potrebbero vedersi cambiare le "regole del gioco" per il subentro, per esempio, di una normativa sovranazionale e dall'altro, allo stato attuale delle cose si riscontra una crescente difficoltà nella diffusione del *cross-border crowdfunding*, ovvero del *crowdfunding* transfrontaliero, grazie al quale una piattaforma di uno Stato membro dovrebbe poter raccogliere capitali da qualunque altra nazione dell'Unione Europea.

Al fine di agevolare la creazione di un mercato unico dei capitali e lo sviluppo del *crowdfunding* transfrontaliero, la Commissione Europea ha pubblicato una proposta di regolamentazione del *crowdfunding*. Si tratta della "*Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*", ovvero del "Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese" (ECSP)⁴⁵. Il nuovo provvedimento proposto riguarda solo alcuni rami del *crowdfunding* ovvero l'*equity crowdfunding* ed il *lending crowdfunding* dove il prestatore di fondi si qualifica come azienda, escludendo quindi i prestiti *peer-to-peer* ai privati.

2.4.2. La Proposta di Regolamento UE N.2018/0048

⁴³ Direttiva sul commercio elettronico (2000/31/CE), Direttiva sulla pubblicità ingannevole e comparativa (2006/114/CE), Direttiva sulle pratiche commerciali sleali (2005/29/CE), Direttiva 93/13/CEE sulle clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori, Direttiva AIFMD (2011/61/UE), Direttiva MiFID 1 e 2 (2004/39/CE e 2014/65/UE); Direttiva sui servizi di pagamento 1 e 2 (2007/64/CE e 2015/2366/UE), Direttiva IVA, (2006/112/CE), IV Direttiva Anti Riciclaggio (2015/849/UE), Regolamento GDPR sul trattamento dati personali (2016/679).

⁴⁴ A titolo esemplificativo, la FCA (*Financial Conduct Authority*), l'autorità che supervisiona le attività finanziarie nel Regno Unito, dal 2014 è l'organo che interviene sia sulle piattaforme di *equity* che di *lending*, concedendo l'autorizzazione ad operare. Altri stati, come Lituania, Austria e Finlandia hanno attuato provvedimenti specifici in tema di *crowdfunding*.

⁴⁵ Disponibile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52018PC0113>.

Prima dell'anno 2018 gli organi di governo europeo ritenevano che i bassi volumi delle transazioni ricollegabili al *crowdfunding* potessero giustificare la mancanza di una normativa sovranazionale. Successivamente, dato il *trend* positivo in costante aumento, la Commissione UE ha ritenuto opportuno presentare una proposta di regolamentazione (2018/0048) relativa ai fornitori di servizi di *crowdfunding* (*equity* e *lending*) per le sole imprese. La stessa Commissione, nel testo, sottolinea con fermezza che “*la presente iniziativa si iscrive nel quadro della creazione di un’Unione dei mercati dei capitali, volta ad ampliare l’accesso ai finanziamenti per le imprese innovative, le start-up e altre aziende non quotate*” e che “*con l’introduzione di condizioni di funzionamento uniformi per le imprese all’interno dell’UE, la proposta consente di superare le differenze tra i quadri giuridici nazionali che hanno determinato una frammentazione del mercato a livello di UE, riducendo in modo significativo la complessità e gli oneri finanziari ed amministrativi per tutti i portatori di interessi, quali le piattaforme di crowdfunding, i titolari dei progetti e gli investitori*”⁴⁶.

La bozza definitiva⁴⁷, che al momento risulta essere in fase di approvazione, prevede essenzialmente una nozione puntuale che vada a qualificare chi sono i fornitori di servizi di *crowdfunding* e un ampliamento e precisazione degli obblighi posti in capo ai prestatori di servizi a tutela degli investitori. In particolare, per operare in tutto il territorio europeo, il fornitore dovrà munirsi di autorizzazione che sarà concessa dall’autorità nazionale competente; inoltre, sarà tenuto un registro a livello europeo di tutti i fornitori operanti, di competenza dell’ESMA⁴⁸, e sarà individuato un limite soglia per le offerte di *crowdfunding* (attualmente l’importo indicato è di otto milioni di euro). Per finire, è previsto un maggior coinvolgimento delle autorità nazionali anche dal punto di vista della vigilanza e per quanto riguarda gli obblighi specifici dei fornitori, la bozza introduce obblighi di *due diligence* sui soggetti che richiedono la pubblicazione del progetto sulla piattaforma, l’obbligo di trasparenza nei confronti dei clienti⁴⁹ e politiche adeguate sui conflitti d’interesse della piattaforma operante.

⁴⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (2018/0048)*, 2018, p. 4. Disponibile al sito: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/IT/COM-2018-113-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF>

⁴⁷ Per il progetto di risoluzione legislativa definitiva del Parlamento UE si può consultare la pagina web: [https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_IT.html#:~:text=IL%20PARLAMENTO%20EUROPEO%20E%20IL,la%20proposta%20della%20Commissione%20europea%2C&text=\(2\)%20Il%20crowdfunding%20pu%C3%B2%20contribuire,Unione%20dei%20mercati%20dei%20capitali.](https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_IT.html#:~:text=IL%20PARLAMENTO%20EUROPEO%20E%20IL,la%20proposta%20della%20Commissione%20europea%2C&text=(2)%20Il%20crowdfunding%20pu%C3%B2%20contribuire,Unione%20dei%20mercati%20dei%20capitali.)

⁴⁸ L’ESMA è l’Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati. Nata nel 2011, con sede a Parigi, è un organismo dell’Unione europea e assolve l’incarico di sorveglianza sul mercato finanziario europeo. Ad essa partecipano tutte le autorità di vigilanza bancaria dell’Unione europea.

⁴⁹ A titolo esemplificativo, le informazioni possono riguardare l’attività del prestatore di servizi di *crowdfunding*, i relativi rischi, i costi, i criteri di selezione dei progetti e il tasso di default aggregato dei progetti pubblicati.

2.5. Motivi di successo e criticità del *crowdfunding*

Le motivazioni a sostegno del *crowdfunding* possono ricollegarsi a quattro fattori principali: il fenomeno del *credit crunch*, il fenomeno della *long tail*, *Internet* ed i *Social Networks* e i *feedback*.

Il fenomeno del *credit crunch* identifica una contrazione di disponibilità finanziaria per gli operatori dell'economia in termini di finanziamenti che viene limitata dai tradizionali istituti di credito. Dopo la crisi finanziaria del 2008, e la successiva crisi economica, la disponibilità di capitali a sostegno di progetti innovativi delle imprese già esistenti o di nuove realtà come le *start-up* è venuta a mancare in quanto un irrigidimento nella disponibilità di credito si traduce in una minore capacità di investimento e in una maggiore volatilità della redditività aziendale⁵⁰. Inoltre, la disciplina complessa e costosa del capitale sociale e la tendenza ideologica all'indebitamento che ha portato a quella che la dottrina definisce "finanziarizzazione dell'economia", hanno sempre più richiesto nel tempo degli strumenti alternativi e flessibili sul piano della costituzione aziendale e su quello dell'offerta del credito⁵¹. Queste premesse hanno sicuramente contribuito al sostegno dello sviluppo di strumenti di finanza alternativa quali, per l'appunto, il *crowdfunding*.

Con "*long tail*" si intende un modello economico e commerciale che sfrutta la vendita di poche unità di tanti oggetti differenti (prodotti di nicchia o prodotti unici) per creare una somma consistente di ricavi. Secondo alcuni autori, gli intermediari *online* hanno reso possibile questa tipologia di transazioni che rispecchia il gusto del consumatore del ventunesimo secolo alla ricerca di prodotti unici, favorendo allo stesso modo l'imprenditorialità e lo sviluppo dell'occupazione⁵². Si pensi, a titolo esemplificativo, al fenomeno del *pre-selling* che presenta tutte le caratteristiche per essere collegato al modello commerciale della "*long tail*".

Non di meno, è palese come anche la rete e i *Social Networks* costituiscano uno dei tratti essenziali a sostegno del *crowdfunding* in quanto la pubblicazione dei progetti avviene attraverso piattaforme che si trovano, per l'appunto, in rete, e la pubblicizzazione degli stessi è spesso alimentata attraverso *condivisioni* dei post sui *Social Networks* e *like* in caso di apprezzamento da parte della "folla". La novità rappresentata dal *crowdfunding* sta nella "*capacità di sfruttare l'intuito della massa per creare un nuovo tipo di partecipazione attiva che non si limiti al semplice apprezzamento, ma si traduca in un sostegno attraverso piccoli*

⁵⁰ BIASIN e SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, V, p. 536.

⁵¹ CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, p.11-12.

⁵² STAZI, *I multiformi approcci dei paesi dell'asia estremo-orientale e dell'Oceania alla responsabilità degli intermediari online: una panoramica comparatistica da una prospettiva occidentale*, in *Dir. inf.*, 2018, II, p. 238.

*contributi individuali in denaro, a favore di persone fisiche o giuridiche*⁵³. Non meno importante è il senso di contribuzione che valorizza la decisione dell'investitore di contribuire ai progetti, creando un vero e proprio *feedback* positivo nel caso in cui il progetto vada a buon fine oltre che ai ritorni in termini di ricompensa.

Dal punto di vista di funzionamento del mercato economico, il *crowdfunding* rappresenta un'allocazione ottimale delle risorse tra soggetti in *deficit* e in *surplus*⁵⁴. Questa caratteristica è di potenziale pericolosità per gli *incumbents*, ovvero per i tradizionali istituti di credito, che richiedono requisiti più stringenti e tempistiche più lunghe nel caso di erogazione del prestito. Sebbene il *crowdfunding* abbia diversi fattori a sostegno del suo successo, vi sono alcune criticità che potrebbero comprometterne gli sviluppi. Prima tra tutti è l'incertezza regolamentare in cui gli operatori economici si trovano ad operare, di cui si è ampiamente discusso nel paragrafo precedente; oltre a ciò, è vero che non tutti i progetti presentati sulla rete raggiungono la fase di avvio e questo potrebbe comportare una perdita di reputazione per il soggetto promotore, un fenomeno che potrebbe propagarsi a ritmi esponenziali considerando la velocità con cui viaggiano le informazioni in rete. Sempre con riguardo alla rete, la pubblicazione del progetto potrebbe comportare il furto dell'idea imprenditoriale, mentre una scarsa comunicazione potrebbe far venire meno l'approvazione da parte dei potenziali investitori a causa delle poche informazioni fornite. Per finire, il progettista deve tener conto di tutti i costi collegati alla campagna, comprese le commissioni addebitate dalla piattaforma che genericamente sono più elevate rispetto agli istituti di credito tradizionali, mentre l'investitore dovrebbe avere, prima di interagire con questa tipologia di attività, un bagaglio di informazioni sufficiente a comprenderne i rischi sottesi, come, per esempio, il rischio di truffa.

Date queste premesse, è sicuramente da ritenere come il *crowdfunding* risulti essere un'innovazione dal punto di vista degli strumenti di finanza alternativa e, dall'altro, si ritiene che il fenomeno abbia raggiunto volumi tali per cui è bene considerare l'inserimento all'interno del ventaglio delle possibilità nella ricerca di capitali in ambito aziendale, importanza sottolineata anche dall'intervento della Commissione UE con la proposta di regolamentazione 2018/0048.

2.6. Il *crowdfunding* in numeri

⁵³ PIAANTAVIGNA, *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Rivista di Diritto Finanziario e Scienza delle Finanze*, fasc. 2, 2014, p. 264.

⁵⁴ PIAANTAVIGNA, *op.cit.*, p. 264.

I dati raccolti ed elaborati dalla ricerca di aprile 2020 condotta dal Centro per la Finanza Alternativa dell'Università di Cambridge⁵⁵ riportano, tra gli altri, anche i volumi dei vari segmenti che compongono l'attività di *crowdfunding*, cerchiati sul grafico in calce. Il modello che vede, a livello globale, il margine più significativo è rappresentato dai prestiti al consumo P2P su piattaforma modello “*marketplace*” con una raccolta di 195 miliardi di dollari, pari al 64% del volume complessivo delle attività di finanza alternativa. Al secondo posto si trovano invece i prestiti P2P su piattaforma modello “*marketplace*” del segmento aziendale per un importo di circa 50 miliardi, rappresentativo del 17% sul totale. Anche se si esclude la Cina, i modelli non presentano grosse disparità rispetto all'andamento in termini di valore assoluto.

Global Volume by Alternative Finance Models

Figure 1.8: Global Volume by Model in 2018, USD

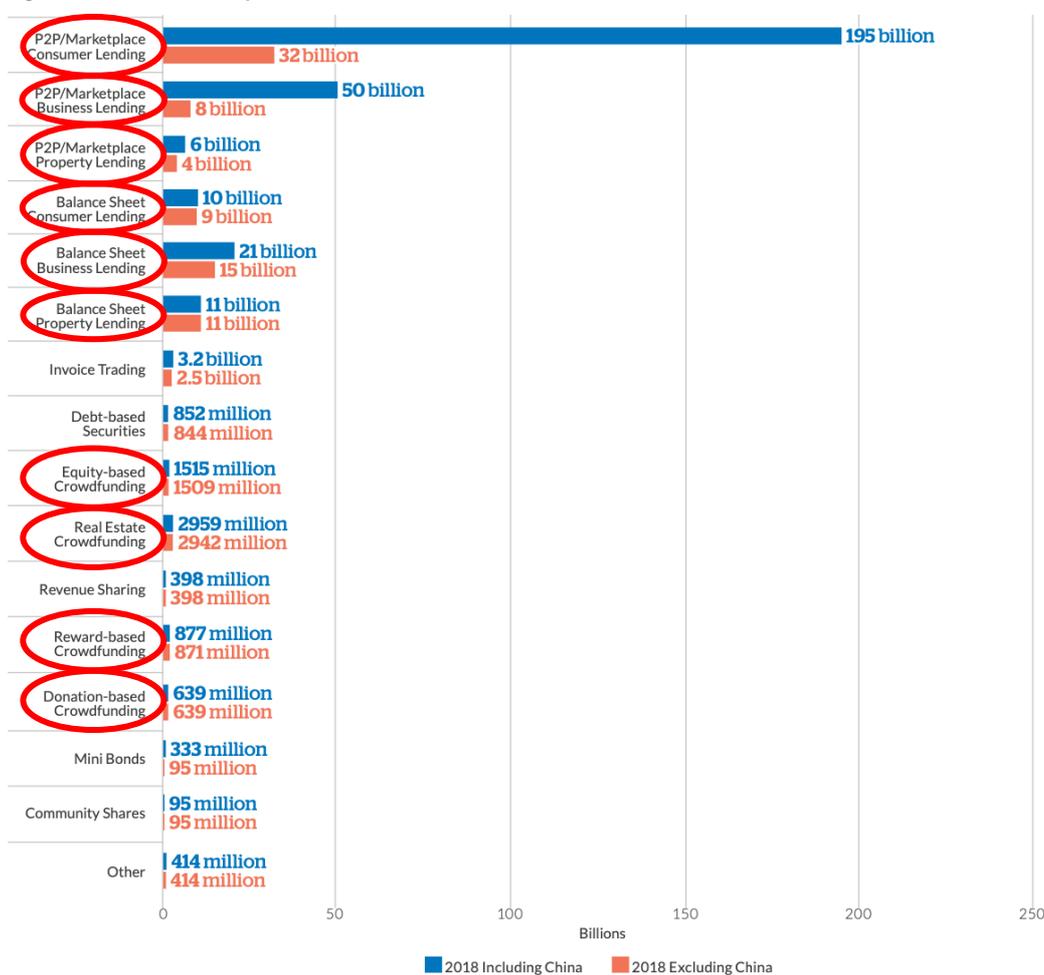


Immagine 6: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance; pag. 39.

⁵⁵ ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, 2020, pp. 30 ss. Disponibile al sito: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf

Rispetto all'andamento in Europa, risultano precise indicazioni nei dati che il mercato della finanza alternativa è cresciuto fino a raggiungere nuovi punti di forza nel 2018. Il volume totale del mercato della finanza alternativa nell'area indicata ha raggiunto i 18 miliardi di dollari nel 2018. A titolo di confronto, il tasso di crescita medio tra il 2013 e il 2018 è stato 69%. Sebbene vi sia stata una crescita esponenziale del 152% tra il 2013-14, dal 2014 in poi il tasso di crescita, sebbene positivo, è diminuito anno dopo anno (41% nel 2016, 40% nel 2017). Tuttavia, nel 2018, il tasso di crescita ha superato l'anno precedente, raggiungendo il 52%. Sebbene i tassi di crescita recenti siano inferiori, rimangono notevolmente superiori a quelli osservati nella maggior parte degli altri settori e, inoltre, i volumi aggiunti in assoluto di anno in anno stanno aumentando notevolmente. Il Regno Unito rimane il principale contributore al volume della finanza alternativa europea, ma questo squilibrio sta diminuendo mentre il volume in altri Paesi europei continua ad aumentare. I due grafici sottostanti riportano i tassi di crescita includendo ed escludendo il Regno Unito.

Figure 2.3: European Online Alternative Finance Market Volumes 2013-2018 in USD (Excluding the UK)

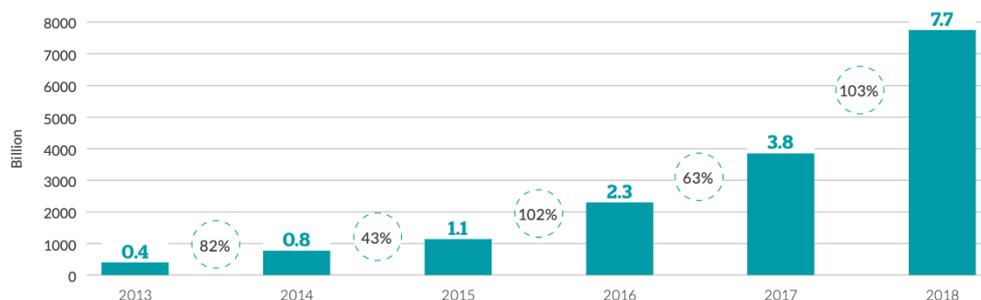


Figure 2.1: European Online Alternative Finance Market Volumes 2013-2018 USD (Including the UK)

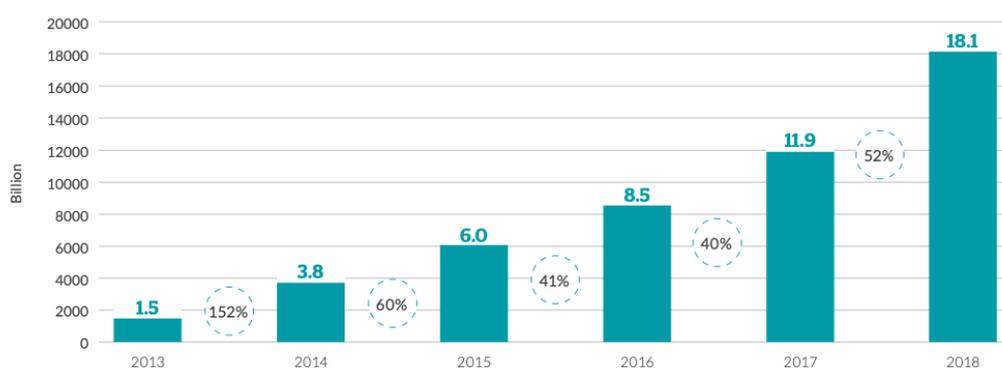


Immagine 7-8: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance; pag. 74-75.

Per quanto riguarda invece l'Italia, nel 2018 è cresciuta del 95% a 533 milioni di dollari (circa 448 milioni di euro) rispetto all'anno precedente, posizionandosi al settimo posto in Europa. Il mercato italiano è fortemente basato sul debito, con un volume di \$ 495 milioni nel 2018 sul

totale, ovvero il 93%. Gli strumenti azionari, invece, hanno contribuito solo \$ 23 milioni (4%) e gli strumenti di non investimento solo \$ 13 milioni (3%).

Figure 2.4: Regional Alternative Finance Volumes 2016-2018 USD

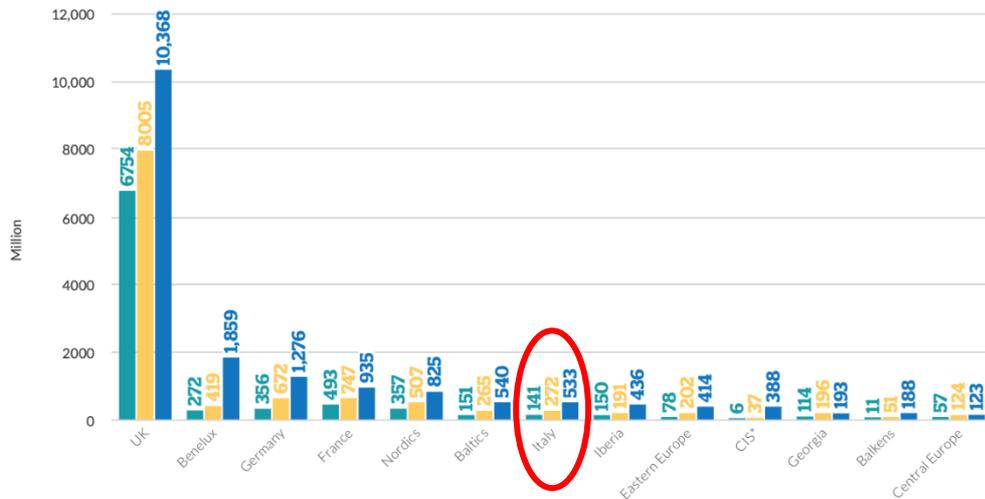


Figure 2.5: European Total Volume by Region and Model Type 2018 USD

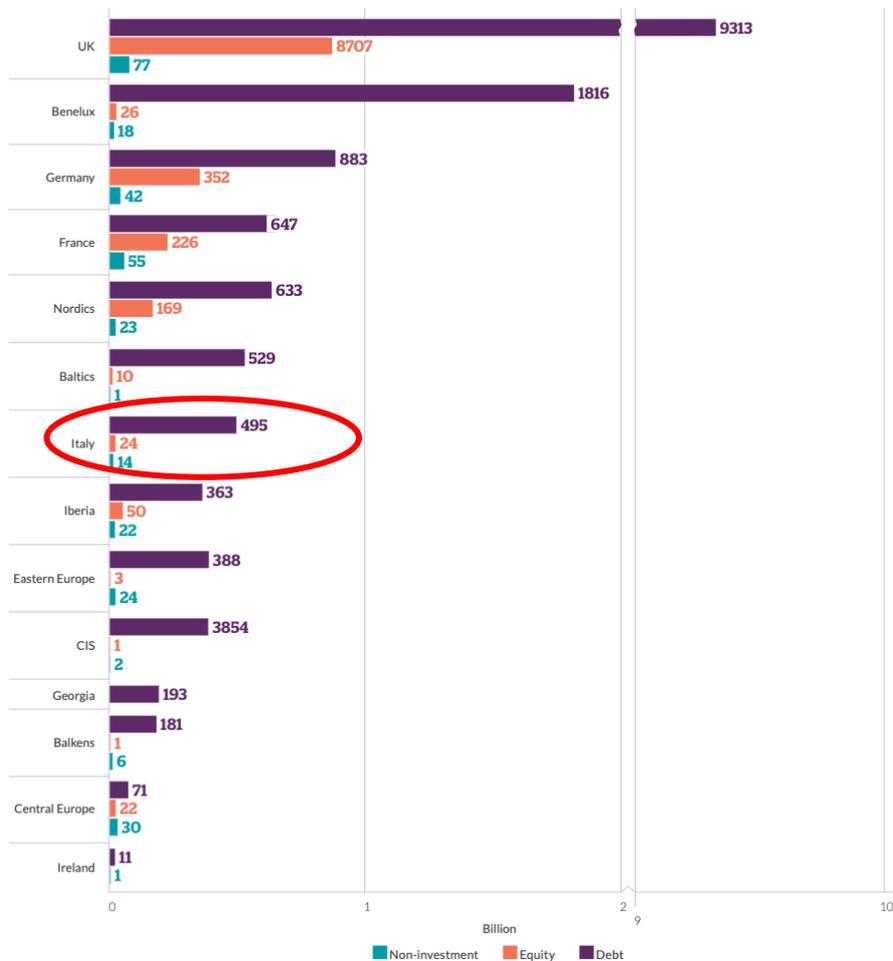


Immagine 9: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance; pag. 75.

Immagine 10: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance; pag. 77.

3. CASO DI SPECIE: IL *LENDING CROWDFUNDING*

SOMMARIO: 3.1 Introduzione al *lending crowdfunding* – 3.2 Tassonomia dei modelli – 3.3 Forme di finanziamento non qualificate come *lending* – 3.4 Il paradigma economico-tecnologico della piattaforma – 3.5 Analisi giuridica delle discipline in ambito finanziario connesse al *lending crowdfunding* – 3.6 Oltre l’ambito finanziario: le altre discipline applicabili – 3.7 Le proposte di regolamentazione europea – 3.8 Cenni sugli aspetti fiscali del territorio nazionale – 3.9 Il *lending crowdfunding* in numeri.

3.1. Introduzione al *lending crowdfunding*

3.1.1. Nascita e sviluppo del fenomeno

La nascita del *lending crowdfunding*, inteso nella sua accezione più generale⁵⁶, risale all’anno 2004 quando i proprietari di una banca *online* inglese denominata *Egg*, ispirandosi al mercato obbligazionario⁵⁷, hanno sviluppato l’idea di fornire l’attività di prestito diretto tra privati attraverso una piattaforma *online*, denominata *Zopa* (acronimo di *Zone Of Possible Agreement*); la stessa piattaforma ha fatto successivamente ingresso anche in Italia, conquistando altresì il primato sul territorio nazionale.

Dopo il primo modello inglese, il fenomeno si è sviluppato prima negli Stati Uniti, poi in Europa, in Asia e in Sud America⁵⁸. Lo sviluppo si è evoluto in modo disomogeneo: alcuni stati, come per esempio il Giappone, ne hanno vietato l’uso; altri invece, come la Cina, hanno visto crescere il *lending crowdfunding* in maniera esponenziale, sebbene il mercato sia stato recentemente oggetto di contenimento dati gli svariati casi di frodi da parte di alcune piattaforme. Gli Stati che possono considerarsi più all’avanguardia, principalmente grazie alla presenza di una normativa da ritenersi, almeno per il momento, soddisfacente, sono il Regno

⁵⁶ Si veda *infra*, § 3.1.2.

⁵⁷ BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in BANCA D’ITALIA (a cura di), *Questioni di Economia & Finanza*, fasc. 375, 2017, p. 6.

⁵⁸ BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell’intermediazione creditizia*, in PARACAMPO (a cura di), *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, 2017, p. 163.

Unito e gli Stati Uniti; proprio per questo motivo, i volumi maggiori nel continente europeo si registrano proprio sul territorio inglese.

3.1.2. Precisazioni terminologiche del termine

Ai fini dell'inquadramento giuridico del fenomeno è bene individuare la relativa terminologia specifica utilizzata nell'identificazione dello stesso. Questa procedura è volta a catalogare quali sono le attività che rientrano in una determinata regolamentazione, estromettendo quelle che invece non presentano alcun tipo di somiglianza con il fenomeno e che quindi vanno escluse dalla trattazione dello stesso.

Dato che il *lending crowdfunding* è un fenomeno di recente sviluppo, e non esistono, attualmente, enti accreditati tali da essere riusciti ad elaborare nel tempo una definizione puntuale e condivisa, è bene sapere che per indicare lo stesso fenomeno vengono utilizzate terminologie diverse, le quali, a volte, risultano essere tecnicamente scorrette dal punto di vista lessicale. Proprio per questo motivo il presente elaborato è intitolato in modo generico, utilizzando semplicemente i termini "*lending crowdfunding*": la scelta è stata fatta nella consapevolezza che non sarebbe stato opportuno utilizzare, e quindi scegliere, una delle diverse terminologie che sono comunemente in uso.

I termini *peer-to-peer lending*, *social lending*, *lending-based crowdfunding*, *crowdlending*, *marketplace lending*, vengono utilizzati talvolta con il concetto di sinonimi, talvolta attribuendo diverse sfumature o veri e propri significati diversi fra un termine e l'altro. Non v'è dubbio, comunque, che ciascuno di essi voglia identificare l'attività di prestito tra soggetti, persone fisiche o giuridiche, che possono mettersi in contatto attraverso piattaforme *online*. A tal scopo, si riportano qui di seguito degli esempi di alcuni autori dove si denota chiaramente come vi siano delle differenze a livello terminologico.

Alcuni autori definiscono "*Il peer to peer lending o anche social lending [come] uno dei modi in cui può configurarsi il crowdfunding*"⁵⁹: in questo caso il termine "*social*", affiancato alla parola "*lending*", assume il ruolo di sinonimo, come anche nella definizione prodotta dalla Banca d'Italia nella Delibera n. 584/2016 recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche dove, nella sezione IX, si identifica puntualmente la filiera del "*social lending*"⁶⁰.

⁵⁹ BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., p. 163.

⁶⁰ GIUDICI et al., *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano, 2° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2019, p. 26.
Disponibile al sito: <http://www.osservatoriomibond.it/portal/minibond/documenti>.

Altri autori, invece, attribuiscono al termine “*social*” lo sviluppo del *lending crowdfunding* nello specifico ambito del settore *non-profit*. Questa posizione è individuata sia nei Quaderni *FinTech* della Consob che dalla stessa normativa italiana. In particolare, la prima fonte ne sottolinea puntualmente la differenza, indicando che “*a differenza del social lending, nel cui ambito i prestiti sono erogati a individui o a gruppi di individui senza richiedere interessi sul denaro prestato, nel marketplace lending il prestatore, più che essere mosso dalle motivazioni sociali tipiche del fenomeno del community crowdfunding (...), è spinto dal ritorno finanziario (...), in relazione al rischio stimato che sopporta*”⁶¹. Con riferimento alla normativa italiana, invece, all’art. 78 del D.lgs. 117/2017, che ha introdotto nel nostro ordinamento il Codice del Terzo Settore, si fa specificamente riferimento al “*Regime fiscale del social lending*”⁶².

Non di rado la dottrina, come anche i quotidiani di settore, utilizzano il termine “*peer-to-peer lending*” sottolineando il concetto di prestito che si configura in un rapporto di tipo paritario tra il prestatore e il prenditore di fondi⁶³. Il concetto del “*peer-to-peer*” ha origine in ambito informatico e definisce un sistema di condivisione che permette a ciascun operatore di condividere qualcosa con il resto della rete. L’aspetto cruciale del *peer-to-peer* è che ciascun punto della rete è paritario e dunque può fungere sia da *client* (cliente) che da *server* (fornitore) e così, nel *peer-to-peer lending*, ciascun soggetto può essere sia prestatore che prenditore di fondi. Sennonché, le piattaforme hanno sollecitato il coinvolgimento di investitori professionali che, per definizione, possono assumere esclusivamente il ruolo di prestatori; per questo motivo viene meno il postulato dei nodi paritari e quindi la terminologia che utilizza l’espressione “*peer-to-peer*” risulta essere lessicalmente scorretta. L’espressione ha, di recente, lasciato il posto al termine “*marketplace*” che viene considerato come un’evoluzione delle prime piattaforme la cui attività rispettava pienamente in concetto del *peer-to-peer*⁶⁴.

3.2. Tassonomia dei modelli

Le varie classificazioni di *lending crowdfunding* nascono dall’individuazione di differenti variabili come criterio di distinzione; in particolar modo, la tassonomia dipende dalla natura

⁶¹ BORELLO, *Le origini del fenomeno e la sua trasformazione*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 39 e 40. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2.

⁶² DE LUCA e LUCIDO, *Il peer to peer lending: aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori*, in FONDAZIONE NAZIONALE DI RICERCA DEI COMMERCIALISTI (a cura di), *Documenti di ricerca*, 2019, p. 19. Disponibile al sito: <https://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/node/1377>.

⁶³ Così BALP, *P2P lending e invoice trading*, in SANDEI e CIAN (a cura di) *Diritto del Fintech*, 2020, pp. 303 ss. e FEDI, *Come ottenere risorse per i propri progetti con il crowdfunding*, in IISole24ORE (a cura di), *L'ESPERTO RISPONDE*, fasc.18, 2016, p. 5.

⁶⁴ BORELLO, op. cit., p. 39.

giuridica dei soggetti, dal grado di attività della piattaforma, dai meccanismi di erogazione del prestito da parte della piattaforma e dalla finalità volta all'ottenimento dei fondi.

Innanzitutto, le operazioni di *lending* vengono qualificate sulla base della personalità giuridica dei soggetti operanti. Questa classificazione discende in modo naturale dal servizio fornito dalle piattaforme: alcune operano esclusivamente con soggetti persone fisiche mentre altre trattano clientela di tipo societario. Nel primo caso si fa riferimento al segmento del “*consumer lending marketplace*”, che si contrappone al “*business lending marketplace*”, dedicato essenzialmente alle PMI⁶⁵.

Rispetto al grado di attività della piattaforma, si possono individuare due tipologie di *lending crowdfunding*: il cosiddetto “modello diffuso” (o passivo) e il “modello diretto” (o attivo)⁶⁶.

Il “modello diffuso” prevede un ruolo attivo della piattaforma in quanto è essa stessa che provvede all'allocazione dei fondi raccolti dagli investitori nei vari progetti concorrenti, nel rispetto del grado di rischio comunicato dal prestatore al momento della messa a disposizione dei fondi. Il secondo modello, invece, si rinviene quando sono gli stessi investitori che, in modo autonomo, scelgono fra i vari progetti visualizzati sul portale *online*. A questi modelli se ne aggiungeva un altro, caratterizzato dall'estremizzazione dell'autonomia degli investitori in cui i due soggetti si accordavano direttamente, tramite la piattaforma, su ogni aspetto della trattativa, dal tasso d'interesse, al capitale, alle modalità di rimborso⁶⁷. Questo modello è stato progressivamente rimosso dalle piattaforme in quanto poco operativo per la maggior parte degli investitori.

Per quanto concerne la classificazione che fa riferimento alla modalità di erogazione del prestito, si possono distinguere due modelli: il “modello proprio” ed il “modello improprio”⁶⁸. La prima tipologia, maggiormente presente in Italia, si manifesta con la predisposizione da parte della piattaforma di un contratto di mutuo sul quale gli operatori possono intervenire; la piattaforma agisce in qualità di mandatario e fornisce, inoltre, servizi ausiliari ai prestatori ed ai prenditori di fondi. La liquidità, ad ogni modo, viene erogata dall'investitore stesso, attraverso la piattaforma che si occupa di raccogliere le adesioni. Nella tipologia impropria, contrariamente, anche se il contatto tra prestatori e prenditori di fondi avviene sulla piattaforma, il credito viene effettivamente erogato da una banca terza. Il credito viene successivamente

⁶⁵ BORELLO, *op. cit.*, p. 39.

⁶⁶ La diversa terminologia si riscontra in due diverse fonti che individuano nei propri modelli le medesime caratteristiche. Per la prima terminologia: GIUDICI et al., *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano, 2° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, cit., p. 27; per la terminologia indicata tra parentesi: DAVIS e MURPHY, *Peer-to-Peer Lending: Structures, risks and regulation*, in *JASSA: The Finsia Journal of Applied Finance*, 2016, p. 39. Disponibile al sito: <https://ssrn.com/abstract=2862252>

⁶⁷ BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, cit., p. 9.

⁶⁸ BALP, *P2P lending e invoice trading*, cit., p. 309.

cartolarizzato e acquisito dalla piattaforma che lo ripropone, sotto la denominazione di *notes*, ai singoli investitori.

Un'ulteriore specializzazione riguarda la finalità del prestito erogato. Le piattaforme, rispetto a questa classificazione, possono individuare vari *target* di clientela e attuare strategie di mercato differenziate. Si hanno i *prestiti personali*, caratterizzati da ridotti importi, solitamente richiesti da persone fisiche (si pensi, per esempio, al finanziamento dell'auto oppure alle spese per il matrimonio); i *prestiti agli studenti*, finalizzati al conseguimento degli studi (questa tipologia non è molto presente in Italia ma è frequente negli Stati Uniti); i *prestiti legati allo svolgimento dell'attività d'impresa* e i *prestiti immobiliari*, finalizzati all'acquisto o alla costruzione di un immobile⁶⁹.

3.3. Forme di finanziamento non qualificate come *lending*

Tra i vari modelli di *lending crowdfunding* vi sono alcune classificazioni che propongono un'ulteriore attività, quella dell'*invoice trading*. Con "*invoice trading*" si fa riferimento al mercato dei crediti di fatture commerciali attraverso piattaforme *online*⁷⁰. Il creditore, o *cedente*, cede il proprio credito ad un altro soggetto, definito *cessionario*, ottenendo in via anticipata lo smobilizzo del credito. L'importo riscosso dal cedente sarà minore rispetto al valore nominale del credito e la differenza costituisce il profitto per il cessionario. La cessione del credito può avvenire *pro-soluto* se il cedente non garantisce la solvibilità del debitore, mentre è definita *pro-solvendo* se il cedente risponde dell'insolvenza del debitore; nel primo caso, i rischi vengono trasferiti assieme al credito, nel secondo permangono in capo al cedente. Questa tipologia di operazione è inserita all'interno di alcune tassonomie mentre ne è esclusa da altre. Nel primo caso, la motivazione fornita dalla dottrina mira ad individuare *nell'invoice trading* una sorta di evoluzione del *lending crowdfunding*, uno sviluppo successivo che riporta la fattezze principale del *lending*, quale la remunerazione per la messa a disposizione di fondi in via anticipata al richiedente *versus* il rimborso futuro che si concretizza al momento dello smobilizzo del credito, variando però in *modus operandi*⁷¹.

Contra, altri sostengono l'esclusione dell'*invoice trading* dal segmento del *lending crowdfunding*, in quanto, dal punto di vista regolamentare, il primo si riscontra negli articoli

⁶⁹ BORELLO, *op. cit.*, p. 51.

⁷⁰ MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 63.

⁷¹ Per le tesi a favore si vedano: BALP, *P2P lending e invoice trading*, cit., p. 306 ss. e BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., p. 163.

1260 e seguenti del Codice Civile relativi alle operazioni di cessione di crediti, mentre la seconda operazione, dal punto di vista contrattuale, configura come un contratto di mutuo di cui agli articoli 1813 seguenti del Codice Civile. Ulteriormente, vi sono autori che ritengono che le piattaforme di *invoice trading* operino attraverso *business model* completamente differenti rispetto alle altre operazioni di finanziamento alle imprese e in mercati a sé stanti e per questo motivo vengono escluse dalla tassonomia⁷².

3.4. Il paradigma economico-tecnologico della piattaforma

3.4.1. Classificazione IOSCO

La piattaforma digitale costituisce lo strumento chiave del *matching* tra i prestatori ed i prestatori di fondi in un rapporto di *lending crowdfunding*. Grazie allo sviluppo della digitalizzazione, le informazioni si propagano a velocità elevate e i processi permettono un incremento del volume degli scambi, la riduzione delle asimmetrie informative e dei costi di transazione⁷³, ovvero di quei costi che devono essere sostenuti per sostenere una transazione, uno scambio o un contratto. I vantaggi informativi che derivano dalle economie di scala e di scopo⁷⁴ possono considerarsi solo nel caso in cui il numero di utenti raggiunga la cosiddetta “massa critica” e questo dipende generalmente da due fattori: la necessità di costituzione di un sistema informatico bilanciato tra la specializzazione del servizio e la centralizzazione della gestione e il *chicken-and-egg-problem*⁷⁵, ovvero il raggiungimento del coefficiente di attrattività da parte degli utenti.

Nonostante le caratteristiche specifiche delle diverse piattaforme esistenti, si può dire che le proprietà sopra richieste siano trasversali a tutte le tipologie di piattaforme che operino attualmente, con un minimo di successo, nell’ambito del *FinTech*. È vero anche che le suddette

⁷² Per le tesi contrarie si vedano: SCIARRONE ALIBRANDI, *Lending marketplace e piattaforme digitali. Introduzione e struttura dell’opera* in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 14. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 e GIUDICI et al. *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano*, 2° *Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2019, pp. 33 ss.

⁷³ HAZARD, SCLAVOUNIS e STIEBER, *Are transaction costs drivers of Financial Institutions? Contracts Made in Heaven, Hell, and the Cloud in Between*, in TASCA, ASTE, PELIZZON, PERONY (a cura di), *Banking Beyond Banks and Money - A Guide to Banking Services in the Twenty- First Century*, Berlin, 2016, p.221.

⁷⁴ Con “economie di scala” si intende la diminuzione del costo unitario di produzione di un determinato prodotto all’aumentare dei volumi di produzione; il termine “economie di scopo” indica invece il risparmio ottenuto dalla produzione congiunta di due o più prodotti che utilizzano, almeno in parte, gli stessi fattori produttivi.

⁷⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Online Platforms, Commission Staff Working Document - Accompanying the document Communication on Online Platforms and the Digital Single Market*, 2016, p.5. Disponibile al sito: <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/commission-staff-working-document-online-platforms>.

piattaforme si sono sviluppate in un contesto fortemente innovativo dal punto di vista tecnologico e per questo motivo presentano strutture molto eterogenee tra loro.

Sebbene le summenzionate premesse non presuppongano un contesto di facile realizzo, una prima mappatura dei *business model* con cui le piattaforme di *lending crowdfunding* erogano i propri servizi è stata realizzata nel primo *report*⁷⁶ elaborato dall'ente IOSCO⁷⁷ nell'anno 2014. I tre modelli base individuati sono il *client segregated account model*, il *notary model* e il *guaranteed return model*.

Il *client segregated account model* prevede una partecipazione limitata della piattaforma, che si occupa di agevolare l'incontro tra i prenditori ed i prestatori di fondi e di valutare in via preliminare il merito creditizio del soggetto che presenta la richiesta di credito. Successivamente, la domanda viene pubblicata sulla piattaforma ed è lo stesso investitore che effettua la scelta sul richiedente. I flussi di denaro vengono gestiti dalla piattaforma ma convergono in un conto nominativo presso un intermediario esterno, che viene denominato appunto "*client segregated account*". Vale quindi il principio della separatezza patrimoniale tra i fondi propri della piattaforma, che derivano principalmente dalle commissioni applicate per i servizi forniti e i fondi raccolti ai fini del finanziamento per conto del cliente. Il vantaggio di questo modello è che, in caso d'insolvenza della piattaforma, i creditori personali non possono rifarsi sui fondi dell'attività di *lending crowdfunding* ma, allo stesso tempo, se il richiedente risulta essere insolvente l'investitore non può, specularmente, rivalersi nei confronti della piattaforma.

Il *notary model* ammette la corrispondenza al modello precedente per quanto riguarda la valutazione del merito creditizio e la pubblicazione della richiesta di finanziamento, mentre varia nelle fasi successive. Il primo requisito è che le partecipazioni degli investitori siano tali per cui si riesca a raggiungere l'intero importo della somma richiesta. Il prestito viene successivamente erogato da una banca, e il credito bancario viene acquisito dalla piattaforma; a sua volta, la piattaforma emette delle *notes*, che vengono acquistate dagli investitori. La somma complessiva delle *notes* avrà un importo maggiore rispetto al valore nominale del credito erogato dalla banca e questo avviene al fine di garantire una remunerazione adeguata sia alla banca che alla piattaforma stessa. Anche in questo caso, il prestito e gli eventuali stati di morosità del debitore non gravano sul bilancio della piattaforma, che non si assume il rischio d'insolvenza.

⁷⁶ KIRBY e WORNER, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, OICV-IOSCO Staff Working, 2014, pp. 17 ss. Disponibile al sito: <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>.

⁷⁷ Si veda *infra*, § 1.5, nota n.21 per un approfondimento sull'ente.

Il *guaranteed return model* si configura con un ruolo della piattaforma più decisivo rispetto ai modelli precedenti. La denominazione di “*guaranteed return model*” sottolinea la garanzia al rendimento offerto da parte della piattaforma agli investitori. Il prestito viene erogato direttamente dalla piattaforma utilizzando i fondi raccolti dai prestatori ai quali la stessa garantisce un certo tasso d’interesse. A differenza degli altri modelli, in questo caso i fondi vengono iscritti nel bilancio del *marketplace* che quindi ne è direttamente responsabile. Proprio per questo, diverse piattaforme costituiscono contemporaneamente all’erogazione del prestito un fondo di garanzia che ha l’utilità di coprire i costi di gestione dovuti ad un eventuale ritardo del rimborso da parte del richiedente.

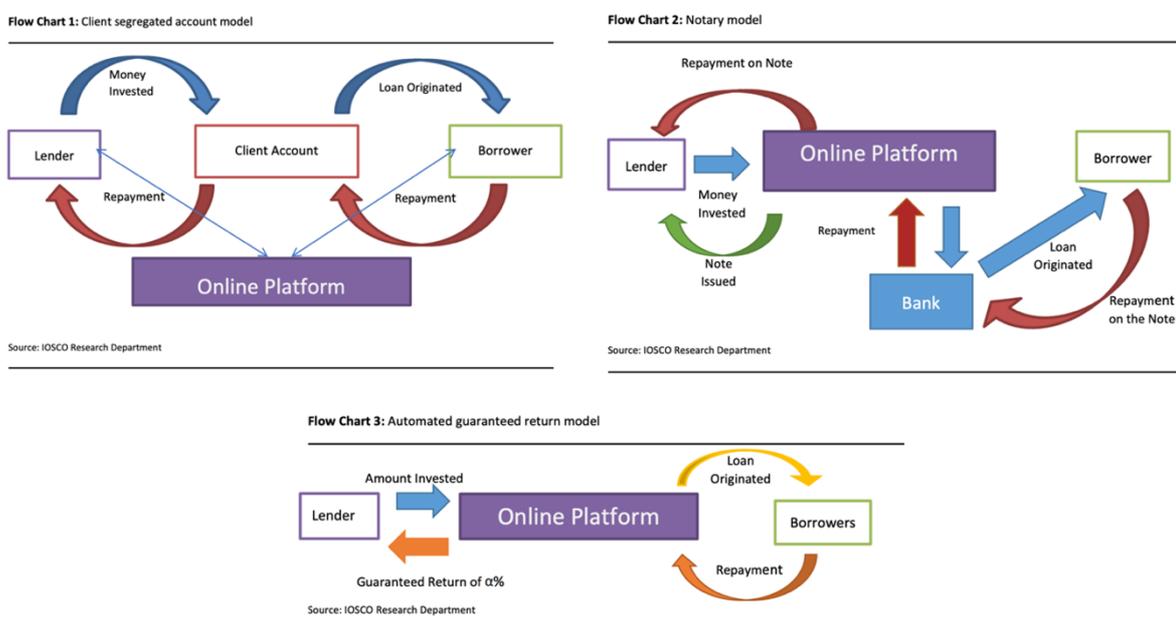


Immagine 11: Kirby E. e S. Worner (2014). *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, OICV-IOSCO StaffWorking. 3/2014; pag. 17, 18 e 19.

3.4.2. Altre classificazioni

Rispetto alla classificazione fornita dal *report* di IOSCO, il *Financial Stability Board* (FSB)⁷⁸, nel 2017 ha aggiunto un ulteriore modello⁷⁹, denominato “*balance sheet model*”. Questo modello si configura per la disposizione alla banca, da parte della piattaforma, di erogazione di credito nei confronti del richiedente. A differenza del modello *notary*, però, il credito viene acquistato dalla piattaforma con risorse finanziarie proprie che vengono raccolte attraverso

⁷⁸ Si veda *infra*, § 1.2, nota n. 9 per chiarimenti sull’ente.

⁷⁹ FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *FinTech Credit. Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications*, 2017, pp. 15 e 16. Disponibile al sito <https://www.fsb.org/2017/05/fintech-credit-market-structure-business-models-and-financial-stability-implications/>.

l'emissione di titoli di debito. La piattaforma emette comunque delle *notes* che vengono sottoscritte dagli investitori ma i fondi non vengono utilizzati, in questo caso, per acquisire il credito della banca, perché questo è già stato acquisito con i fondi derivanti dall'emissione dei titoli di debito; al contrario, le risorse vengono investite in altre tipologie di investimenti. Il profitto della piattaforma deriva dalla differenza tra il tasso d'interesse proveniente dall'impiego degli importi delle *notes* e il tasso d'interesse da corrispondere in forza dei titoli di debito emessi.

L'opinione condivisa è che il *balance sheet model* si configuri come un'evoluzione naturale del *notary model* vista la maggiore complessità dell'operazione costituita da due attività d'investimento.

Attualmente, la classificazione elaborata da IOSCO e l'integrazione fornita dal FSB risulta essere quella più completa ai fini di uno studio accademico ma è bene ricordare che la tassonomia è ancora approssimativa se paragonata alla platea di piattaforme esistenti le quali presentano proprie peculiarità.

3.4.3. Gli attori del contratto

Indipendentemente dal modello di *business* scelto, le piattaforme prediligono l'orientamento verso determinati segmenti di clientela, allo scopo di fornire un prodotto differenziato ma soprattutto adatto ai bisogni dei potenziali investitore e richiedente.

Per questo motivo vi sono piattaforme focalizzate sul segmento *consumer-to-consumer* (detto anche *peer-to-peer*⁸⁰, *P2P* o *C2C*), nei quali i privati finanziano altri privati con l'ausilio dei propri risparmi. In questo caso, le operazioni si connotano per importi ridotti, la durata inferiore ai cinque anni del prestito e la mancanza di qualunque tipo di garanzia. Il segmento *peer-to-business* (*P2B* o *C2B*), invece, vede privati che finanziano imprese attraverso i propri capitali a disposizione e in questo caso la durata dei prestiti è maggiore e l'impresa fornisce garanzie sul prestito. In alternativa, le imprese possono essere finanziate da investitori istituzionali e, in questo caso, si parla di segmento *business-to-business* (*B2B*).

All'infuori dal segmento di clientela individuato vi sono delle caratteristiche ricorrenti che si riscontrano sugli attori di ambedue le parti del contratto. Vi sono studi che rilevano aspetti ricorrenti dei *crowd-investor* (gli investitori) e dei *crowd-borrower* (i prenditori di fondi): solitamente i primi sono soggetti tra i quaranta e i sessant'anni che hanno familiarità con gli investimenti nei mercati finanziari o che hanno operato nel settore delle PMI; i secondi, invece, sono per la maggior parte aziende che hanno limitato potere contrattuale nei confronti delle

⁸⁰ Si noti che questo segmento risulta essere l'unico che rispecchia la terminologia del "*peer-to-peer*" in senso informatico, in quanto i soggetti operanti possono assumere entrambi i ruoli del rapporto di *lending crowdfunding*.

banche e nell'accesso al credito oppure sono alla ricerca di fonti di finanziamento alternative per attività di R&S, di sostegno del capitale circolante netto, di acquisto di *assets* operativi o per espansione in altri settori o mercati.

Si presentano qui di seguito tre immagini estratte da uno studio inglese⁸¹, effettuato su un campione di seicento operazioni che riporta come appunto gli investitori siano persone per la maggior parte qualificate, comprese nella fascia d'età indicata e con una certa capacità di investimento, mentre i prenditori di fondi siano essenzialmente mossi da motivazioni di confronto inefficace con gli operatori bancari sui costi da sostenere o sulle garanzie da fornire.

Figure 1: Lenders' type of qualification

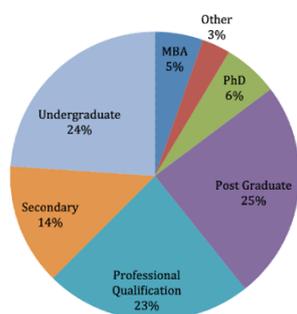


Figure 3: Personal characteristics of lenders

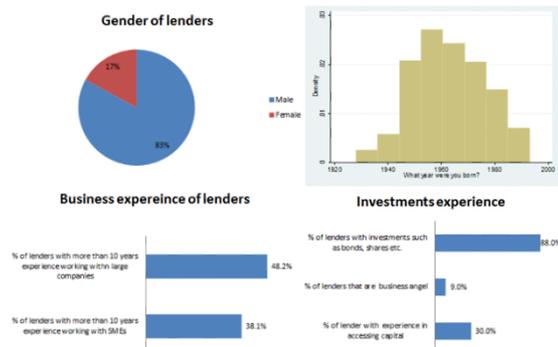


Figure 15: Reasons for the bank application not being completed

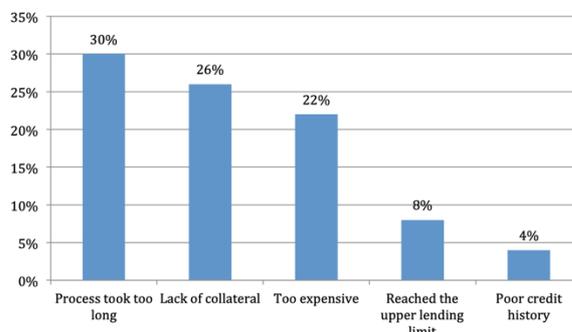


Immagine 12: Y. Pierrakis e L. Collins (2013). *Crowdfunding: A new innovative model of providing funding to projects and businesses*; pag. 8, 9 e 19.

3.4.4. I meccanismi di funzionamento della piattaforma

La piattaforma svolge diverse operazioni nel momento in cui un potenziale *borrower* fa richiesta di accesso al percorso di finanziamento. La prima fase è costituita dall'attività di *screening* sul richiedente, che consiste nella raccolta e verifica di informazioni relativamente

⁸¹ PIERRAKIS e COLLINS, *Crowdfunding: A new innovative model of providing funding to projects and businesses*, 2013, pp. 7 ss. Disponibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2395226. Lo studio è citato anche nella collana dei Quaderni *FinTech* promossi dalla Consob nel 2019.

all'identità, reddito (in caso di persone fisiche) e bilanci (in caso di società). Ulteriormente alle informazioni fornite direttamente dal richiedente, la piattaforma utilizza anche tipologie di dati che può attingere in autonomia da canali alternativi, quali *social-media* oppure società commerciali *online*. Si tenga presente che la piattaforma, nella definizione del *rating* finale, che poi sarà utilizzato anche per la determinazione del tasso d'interesse applicato, non deve attenersi ad alcun *standard* definito e quindi il grado di accuratezza delle verifiche può essere diverso da piattaforma a piattaforma.

Una volta confermata l'idoneità del richiedente, la piattaforma presenta il progetto sulla propria interfaccia con le informazioni necessarie, quali tasso d'interesse applicato, somma totale da finanziare, tipologia di rimborso e quant'altro. L'investitore, per sottoscrivere l'impegno, in sede di registrazione al portale deve fornire diversi documenti di identificazione.

Le modalità di allocazione delle somme prestate possono essere qualificate come "*lender choice*" o "*automatic diversification (autobid)*". Le prime presuppongono la possibilità di scelta da parte dell'investitore mentre le seconde prevedono una ripartizione automatica dei fondi messi a disposizione dal singolo mediante un algoritmo che rispetta le preferenze espresse in termini di rischio, rendimento e durata dell'investimento⁸².

La definizione del tasso d'interesse può avvenire tramite meccanismi d'asta oppure può essere fissato periodicamente dalla piattaforma. Nel primo caso, la piattaforma suggerisce un tasso d'interesse massimo nel momento in cui il progetto viene pubblicato e, sulla base delle adesioni, viene definito il tasso d'interesse finale. Nel secondo caso, invece, il tasso viene definito sulla base del *rating* assegnato e della durata del prestito. Il secondo metodo risulta essere più esaustivo per l'investitore perché permette di conoscere prioritariamente il rendimento.

La remunerazione della piattaforma è alimentata dalla corresponsione di commissioni che possono essere richieste ad ambedue le parti del contratto. Nel caso di compenso addebitato al richiedente si hanno tre tipologie di commissioni: l'*application fee*, ovvero le spese di istruttoria, l'*origination fee*, che varia in funzione della rischiosità, e la *service fee*, per il servizio di riscossione delle rate. Nel caso di addebito all'investitore le commissioni sono principalmente di tipo amministrativo, per l'incasso delle rate, oppure di tipo aggiuntivo se il soggetto richiede lo smobilizzo anticipato del credito, sempreché questo sia possibile⁸³.

Le commissioni possono variare anche in funzione del grado di protezione che la piattaforma offre all'investitore. Si distinguono, in questo senso, tre tipologie di piattaforme: le piattaforme

⁸² BORELLO, *Le origini del fenomeno e la sua trasformazione*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 54.

⁸³ Attualmente, il mercato secondario dei crediti derivanti da operazioni di *lending crowdfunding* non ha avuto riscontro positivo; sebbene vi siano state alcune piattaforme proponenti la clientela non è stata sufficientemente numerosa da renderne possibili gli scambi.

“*unsecured*” che non forniscono alcun tipo di protezione e il rischio di credito risulta essere totalmente a carico dell’investitore; le piattaforme “*protected*” che presuppongono accantonamenti ad un fondo di salvaguardia presso un intermediario terzo su cui l’investitore può rifarsi in caso di mancato pagamento delle rate; e le piattaforme “*secured*” in cui il prestatore di fondi fornisce vere e proprie garanzie reali o personali.

Per quanto concerne il raggio di attività della piattaforma, questa appare limitata, al momento, all’ambito domestico. Oltre alle problematiche legate ai profili regolatori⁸⁴, vi sono anche altre incertezze legate alla raccolta delle informazioni ai fini della valutazione del merito creditizio, alla lingua e alle fluttuazioni del tasso di cambio. Secondo alcuni autori, la maggiore difficoltà riscontrata dalle piattaforme si individua proprio nell’operazione di valutazione del merito creditizio⁸⁵: innanzitutto, le informazioni ricavate sono rilevanti per la reputazione della piattaforma in quanto l’ammissione di soggetti con capacità di restituzione del credito affidabili dipende essenzialmente dalle sue capacità di analisi; in secondo luogo, a differenza delle banche tradizionali, vi sono una serie di dati ai quali le piattaforme non possono accedere, di norma (si pensi, per esempio, alla consultazione della storia creditizia del richiedente messa a disposizione dalle centrali rischi). Sebbene vi siano stati miglioramenti dovuti all’introduzione della Direttiva PSD2 n. 2015/2366, grazie alla quale le piattaforme possono accedere alle informazioni dei conti correnti dei clienti⁸⁶, vi sono studi empirici che confermano che le operazioni di *credit scoring* non sempre sono efficaci nel determinare, in via previsionale, il tasso di *default* del prestatore di fondi⁸⁷. Sebbene i dati integrativi, ricavabili da procedure automatizzate o da consultazioni di archivi di dominio pubblico, siano migliorativi alla condizione, è nota la quantità di dati insufficientemente adatta a disposizione delle piattaforme, con riscontri negativi anche in termini di qualità del servizio.

3.5. Analisi giuridica delle discipline in ambito finanziario connesse al *lending crowdfunding*

⁸⁴ Si veda *infra*, § 3.5.

⁸⁵ MATTASSOGLIO, *Il ruolo centrale assunto dal servizio di valutazione del merito creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending* in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, pp. 88 ss. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2

⁸⁶ Per la trattazione dell’argomento si veda *infra*, § 3.5.

⁸⁷ GIUDICI, HADJI-MISHEVA E AHELEGBEY, *Scoring Models for P2P Lending Platforms: A Network Approach, Working Paper*, in *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Elsevier, 2019, 522, pp. 112 a 121. Disponibile al sito: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0378437119301372?casa_token=gPYV_X76TIgAAAA:NxDPn0zbQ0q44TbTrcKsKWAVEOdEVSQIrTo9_tbkv5xIQ9-W-U-0CNBncIjULyfumULWDGNI.

3.5.1. La raccolta di risparmio

Entrando nel merito della regolamentazione nazionale, è chiaro come l'attività di *lending crowdfunding* debba essere confrontata con le tradizionali riserve di attività in ambito finanziario quali, in *primis*, la raccolta del risparmio presso il pubblico che costituisce l'attività più nota del settore bancario tradizionale. Data la mancanza di una normativa *ad hoc* che regoli distintamente il segmento del *lending*, salvo il recente intervento della Banca d'Italia nelle "Disposizioni per la raccolta del risparmio di soggetti diversi dalle banche", gli operatori economici hanno dovuto individuare nella regolamentazione esistente le disposizioni per operare nel noto settore del *FinTech*.

Attualmente, la raccolta di risparmio presso il pubblico è regolata dagli art. 10 e 11 del Testo Unico delle Leggi in materia bancaria e creditizia, il D. Lgs. 385/1993 (definito anche Testo Unico Bancario o TUB). La normativa definisce che "*la raccolta di risparmio tra il pubblico e l'esercizio del credito costituiscono l'attività bancaria*" e che con "*raccolta del risparmio [si fa riferimento all'] acquisizione di fondi con obbligo di rimborso, sia sotto forma di depositi sia sotto altra forma*". "*La raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche*" e "*il CICR stabilisce limiti e criteri [...] in base ai quali non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico quella effettuata presso specifiche categorie [di soggetti]*". La delibera a cui fa riferimento l'art. 11 del TUB è la delibera CICR⁸⁸ n. 1058 del 19 luglio 2005 che, all'art. 2, dispone quali sono le situazioni che non ricadono nella raccolta del risparmio tra il pubblico. Quanto disposto dalla summenzionata delibera è stato in parte richiamato dal "Provvedimento della Banca d'Italia sulla raccolta del risparmio non bancaria" in cui si trova una Sezione (la numero IX) dedicata esclusivamente al "*social lending*", inteso generalmente come *lending crowdfunding*⁸⁹. La delibera CICR definisce in via generale che cosa non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico, ovvero le attività connesse all'emissione di moneta elettronica, effettuate presso soci o dipendenti o società del gruppo oppure sulla base di trattative personalizzate tra i singoli soggetti; il Provvedimento si cala nella fattispecie concreta del *lending crowdfunding* distinguendo quali attività non costituiscono raccolta di risparmio tra il pubblico sia dal lato dei gestori dei portali che da parte dei prenditori di fondi. Nel caso dei primi, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico "*la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta*

⁸⁸ Il CICR, ovvero il "Comitato Interministeriale per il Credito ed il risparmio", rappresenta l'organo al quale il TUB attribuisce compiti in materia di vigilanza, credito e tutela del risparmio. In particolare, il CICR ha la funzione di stabilire i criteri di vigilanza in accordo con la Banca d'Italia e di rilasciare parere conforme nel caso di emissioni obbligazionarie da parte delle Regioni. L'organo è presieduto dal Ministro dell'economia e delle finanze in carica.

⁸⁹ Si veda *infra*, § 3.1.2.

elettronica o intermediari finanziari”, e “*la ricezione di fondi connessa all’emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati*”. Per quanto concerne, invece, i prenditori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico “*l’acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori, che possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un’attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto*⁹⁰; non costituisce ugualmente raccolta di risparmio tra il pubblico “*l’acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale*”.

La stessa Sezione, in chiusura, stabilisce che le piattaforme debbano identificare un limite massimo, di contenuto importo, per l’acquisizione dei fondi; *contra*, questo limite non viene posto “*per le banche che esercitano attività di social lending attraverso portali on-line*”.

Entrando nel merito, si può facilmente comprendere che la riserva di legge posta a tutela dell’attività bancaria è collegata al ruolo che le banche occupano in ambito di politica monetaria, sistemi di pagamento e gestione della liquidità oltre al fatto che, diversamente dalla maggior parte delle piattaforme, queste assumono su di sé il rischio di credito⁹¹. Peraltro, data l’importanza delle funzioni svolte, la regolamentazione prevede una serie di disposizioni concernenti condizioni oggettive che la banca deve rispettare: oltre all’autorizzazione ad operare, vi sono requisiti quali il capitale minimo, la forma legale, la necessità di accantonamento di fondi a titolo prudenziale, le diverse regole di *corporate governance* oltre a quelle in tema di vigilanza e di trasparenza.

Il quesito da porsi, a questo punto, è se l’attività di *lending crowdfunding* possa rientrare nel novero della definizione di raccolta di risparmio presso il pubblico. In caso di risposta affermativa, i gestori sarebbero sottoposti ad una normativa assai pesante in quanto necessiterebbero di autorizzazione per l’esercizio dell’attività bancaria e dovrebbero rispettare le disposizioni valenti per le banche. Peraltro, non si può neanche ritenere che l’attività delle piattaforme sia assimilabile a quella bancaria in quanto il rischio di credito, l’obbligo di rimborso e il ruolo attivo in campo politico-economico non sembrano riscontrarsi in capo alla piattaforma. Anche per questo, le summenzionate disposizioni della Banca d’Italia si sono poste

⁹⁰ Per non incorrere nell’esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori si avvalgono esclusivamente di piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e sono in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione anche attraverso un’adeguata informativa pubblica.

⁹¹ MACCHIAVELLO, *Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)* in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 132. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2

l'obiettivo di chiarire che l'attività di *lending crowdfunding* “può essere svolta nel rispetto delle discipline esistenti, con particolare riguardo alla normativa in materia di raccolta del risparmio”⁹² ma senza ricadere nella violazione della riserva di legge⁹³.

3.5.2. Erogazione del credito e mediazione creditizia

Un secondo caso di riserva di attività si riscontra nell'attività professionale di erogazione del credito prevista dalla normativa europea⁹⁴ se svolta in concomitanza alla raccolta del risparmio, in quanto attività bancaria. Data la mancata totale armonizzazione delle norme a livello statale, le regolamentazioni sono diversificate e, nel contesto nazionale, oltre ai soggetti di natura bancaria, la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservata agli Intermediari Finanziari di cui all'art. 106 del TUB, iscritti all'albo ed autorizzati ad operare dalla Banca d'Italia⁹⁵.

In particolare, le normative relative al credito al consumo ed ai mutui residenziali ai consumatori, che prevedono numerosi adempimenti (obblighi informativi precontrattuali, verifiche del merito creditizio, diritto al ripensamento del consumatore, ma soprattutto una copiosa disciplina di trasparenza) si applicano agli Intermediari Finanziari *ex art. 106 TUB* e alle banche che assumono il ruolo di “finanziatori professionali” nei contratti di credito⁹⁶. Se si deve analizzare la pertinenza della normativa con l'attività svolta dalle piattaforme, la medesima non assume il ruolo di contraente nel rapporto e quindi nemmeno il ruolo di finanziatore professionale nel contratto di credito. Proprio per questa ragione, a meno che la piattaforma non sottoscriva direttamente con il prenditore di fondi un contratto di finanziamento, negli altri casi si esula dall'attività di intermediazione finanziaria così come prevista dall'art. 106 TUB, con la conseguenza dell'inapplicabilità delle relative disposizioni.

L'attività della piattaforma potrebbe altresì rientrare nell'ambito dell'attività svolta dall'agente in attività finanziaria, definito dall'art. 128-*quater* TUB come quel soggetto che “*che promuove e conclude contratti relativi alla concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma o alla*

⁹² MACCHIAVELLO, *op. cit.*, p. 134.

⁹³ Di una certa rilevanza risulta essere il caso Zopa Italia in cui il T.A.R. del Lazio, con la sentenza 12 dicembre 2009, n. 12848 ha confermato la violazione della riserva bancaria in capo alla piattaforma. La violazione si riscontra nella mancata separazione patrimoniale dei fondi trasferiti dai prestatori dai fondi propri della piattaforma. I primi avrebbero dovuto essere gestiti e separati dal patrimonio personale del gestore, in virtù dello svolgimento di un servizio di pagamento. Nell'operare, la piattaforma è divenuta titolare dei fondi facendo così gravare su di sé l'obbligo di rimborso e il rischio di credito.

⁹⁴ Si fa riferimento alle direttive in materia di credito al consumo, *Consumer Credit Directive* o *CCD 2008/48/CE* e alla direttiva sui mutui residenziali ai consumatori o *Mortgage Credit Directive* o *MCD 2014/17/UE*.

⁹⁵ Il D.lgs. 141/2010 che ha recepito la normativa CCD 2008/48/CE ha esteso la possibilità di erogazione di credito anche ad altri soggetti, quali assicurazioni, società di cartolarizzazione e fondi di credito.

⁹⁶ Si veda art. 121, *co.1 lett. c)* del D.lgs. 385/1993 (TUB) per la definizione di contratto di credito.

prestazione di servizi di pagamento, su mandato diretto di intermediari finanziari [...], istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica, banche o Poste Italiane” oppure come mediatore creditizio, definito dall’art. 128-sexies TUB come quel soggetto “che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari [...] con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma”.

Nel primo caso si esclude l’applicazione della norma in quanto non è la piattaforma che eroga il credito ma sono i *crowd-investors*, non qualificabili come finanziatori professionali; nel secondo caso, invece, la dottrina esclude la piattaforma dal ruolo di mediatore in quanto questa non svolge esclusivamente l’attività di intermediazione e, inoltre, l’attività di consulenza richiede il carattere della piena soggettività del servizio offerto⁹⁷.

3.5.3. I servizi di pagamento

Secondo alcuni autori, le prime modalità attraverso le quali i gestori hanno reso ammissibile lo svolgimento dell’attività nel rispetto delle normative, risalgono alla direttiva PSD (2007/64/Ce) recepita in Italia dal D.lgs. 11/2010 che ha introdotto gli istituti di pagamento⁹⁸. È vero anche che le Disposizioni della Banca d’Italia riguardanti le fattispecie che non costituiscono raccolta del risparmio presso il pubblico richiamano, oltre all’attività degli istituti di pagamento (*IP*) anche quella degli istituti di moneta elettronica (*IMEL*). Ne deriva dunque che la gestione di una piattaforma di *lending crowdfunding* dipende dal modello di *business* adottato.

Gli istituti di pagamento sono quel soggetto imprenditoriale, diverso dalle banche e dagli istituti di moneta elettronica, autorizzato da parte della Banca d’Italia a prestare i servizi di pagamento di cui all’art. 1, comma 2, lett. *h-septies.1*) del D. Lgs. 385/1993 (TUB)⁹⁹. La Banca d’Italia iscrive in un apposito albo, consultabile pubblicamente, accessibile sul sito internet ed aggiornato periodicamente, gli Istituti di Pagamento autorizzati in Italia, con indicazione della

⁹⁷ MACCHIAVELLO, *op.cit.*, p. 144.

⁹⁸ FEDI, *Come ottenere risorse per i propri progetti con il crowdfunding*, in IISole24ORE (a cura di), *L’ESPERTO RISPONDE*, fasc.18, 2016, p. 5.

⁹⁹ Con “servizi di pagamento” il testo normativo fa riferimento alle seguenti attività: 1) servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 2) servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 3) esecuzione di operazioni di pagamento, incluso il trasferimento di fondi su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell’utente o presso un altro prestatore di servizi di pagamento: 3.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti a tantum; 3.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 3.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 4) esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento: 4.1) esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti a tantum; 4.2) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; 4.3) esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti; 5) emissione di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento; 6) rimessa di denaro; 7) servizi di disposizione di ordini di pagamento; 8) servizi di informazione sui conti.

tipologia di servizi che sono autorizzati a prestare e i relativi agenti e succursali. Gli istituti di pagamento possono esercitare, inoltre, le seguenti attività accessorie alla prestazione di servizi di pagamento: “(a) concedere crediti in stretta relazione ai servizi di pagamento prestati e nei limiti e con le modalità stabilite dalla Banca d'Italia¹⁰⁰; (b) prestare servizi operativi o strettamente connessi, come la prestazione di garanzie per l'esecuzione di operazioni di pagamento, servizi di cambio, attività di custodia e registrazione e trattamento di dati; (c) gestire sistemi di pagamento”¹⁰¹.

La prestazione di servizi di pagamento è un'attività soggetta a riserva a norma dell'art. 114-sexies del TUB¹⁰². Gli IP sono esposti ad una disciplina di vigilanza da parte della Banca d'Italia che riflette, in parte, quella prevista per le banche e gli intermediari finanziari; ancora, devono rispettare requisiti di capitale minimo e riserva di fondi propri ma presentano norme meno stringenti per quanto concerne la *corporate governance*. Si può dire, in via generale, che la regolamentazione presenta un carattere più moderato rispetto a quella bancaria e il motivo si riscontra nella volontà del Legislatore europeo di favorire un contesto meno costoso e più concorrenziale data l'attività più limitata e specializzata¹⁰³. Inoltre, gli IP possono operare in tutto il territorio UE attraverso succursali soggette alla normativa del paese d'origine, salvo per quanto concerne i rapporti con i clienti per i quali si applica la normativa del paese di destinazione.

“Non sorprende quindi che la disciplina rivolta agli IP sia apparsa [...] conveniente”¹⁰⁴ per gli operatori del settore, data la maggiore flessibilità rispetto alla stringente regolamentazione bancaria e data la conferma dell'esclusione dei servizi di pagamento dalla raccolta di risparmio presso il pubblico, conferita dalle disposizioni su citate della Banca d'Italia, della delibera CICR e dall'art. 11 co. 2-ter del TUB¹⁰⁵. Ottenendo l'autorizzazione ad operare come Istituti di Pagamento, i gestori italiani possono aprire dei conti di pagamento intestati alle parti del contratto, effettuando, per conto dei propri clienti, i servizi sopra elencati, prestando cautela al requisito della separatezza patrimoniale tra i fondi oggetto del servizio e i fondi propri. In questo

¹⁰⁰ I prestiti non possono avere durata superiore a dodici mesi, salvo che siano collegati a servizi di pagamento effettuati con carta di credito, i fondi utilizzati non devono essere quelli ricevuti dai clienti e la piattaforma deve predisporre una riserva patrimoniale indicata nella stessa circolare. Si veda in merito la circolare di BANCA D'ITALIA, *Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica* (n.246), 2016, Capitolo IV, sezione I, 3, p.60.

¹⁰¹ Art. 114-octies del D.lgs. 385/1993 (TUB).

¹⁰² La prestazione di servizi di pagamento è riservata alle Banche, agli Istituti di moneta elettronica e agli Istituti di pagamento.

¹⁰³ A tal proposito si vedano: Considerando 11) della direttiva 2007/64/Ce *Payment Service Directive* e MANCINI, *Il nuovo assetto normativo dei servizi di pagamento*, in *Banca imp. soc.*, 2013, I, pp.140 e 141.

¹⁰⁴ MACCHIAVELLO, *Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)*, 2019, *op.cit.*, p. 148.

¹⁰⁵ Proprio per questo la maggior parte degli operatori nazionali opera con la configurazione di Istituto di Pagamento autorizzato.

modo, i fondi ricevuti sono inseriti in conti di pagamento e questa attività, nell'ordinamento nazionale, non è considerata raccolta di risparmio.

Analogamente ai casi di mediazione creditizia, anche in questo contesto rinvia la figura dell'agente in attività finanziaria che però opera esclusivamente in ambito di servizi di pagamento. Diversamente dagli Istituti di Pagamento, la piattaforma qualificata in questo senso è iscritta in una sezione speciale dell'elenco tenuto dall'OAM o *Organismo degli Agenti e dei Mediatori*. L'Agente di IP deve soddisfare i requisiti di onorabilità e professionalità, non è vincolato al mandato esclusivo a differenza degli altri agenti in attività finanziaria ma trovano comunque applicazione le norme in materia di trasparenza rinvenibili della disciplina legata agli Istituti di Pagamento.

Sebbene la normativa riferibile agli IP vada a regolare il profilo della tempestività e della sicurezza dei pagamenti, null'altro può essere colto dal punto di vista della tutela delle parti del contratto, proprio perché suddetta normativa è stata predisposta ai fini della regolamentazione dei servizi di pagamento ma risulta essere solamente adattata al *lending crowdfunding*. In più, gli IP non sono tenuti a segnalare problematiche di riscossione dei crediti presso le centrali dei rischi e questo rappresenta evidenti rischi nella misurazione del merito creditizio dei prenditori di fondi.

La ricezione di fondi può essere connessa anche all'emissione di moneta elettronica e in questo caso gli operatori economici vengono definiti IMEL, Istituti di Moneta Elettronica. Questi operatori sono autorizzati da parte della Banca d'Italia ad emettere moneta elettronica, ossia "*il valore monetario memorizzato elettronicamente, ivi inclusa la memorizzazione magnetica, rappresentato da un credito nei confronti dell'emittente che sia emesso per effettuare operazioni di pagamento [...] e che sia accettato da persone fisiche e giuridiche diverse dall'emittente*"¹⁰⁶. La Banca d'Italia iscrive in un apposito albo gli istituti di moneta elettronica autorizzati in Italia e le relative succursali nonché le succursali in Italia degli istituti di moneta elettronica con sede legale in uno Stato comunitario o extracomunitario; gli istituti di moneta elettronica possono prestare servizi di pagamento e relative attività accessorie e servizi operativi e accessori strettamente connessi all'emissione di moneta elettronica¹⁰⁷.

Vi sono autori che conferiscono la stessa valenza al *business model* dell'IMEL che a quello dell'IP dal punto di vista della configurazione delle operazioni di trasferimento dei fondi¹⁰⁸,

¹⁰⁶ Art. 1, co.2 lett) *h-ter* del d.lgs. 385/1993 (TUB).

¹⁰⁷ Art. 114-*quater* d.lgs. 385/1993 (TUB).

¹⁰⁸ BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in PARACAMPO (a cura di), *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, 2017, p. 174.

facendo rientrare entrambi i *modus operandi* come risoluzione alla possibile problematica di violazione delle riserve bancarie; *contra*, l'EBA ha escluso l'IMEL come possibile alternativa in quanto la nozione di moneta elettronica non risulta essere allineata agli attuali modelli di *lending crowdfunding*. L'opinione esposta riflette la mancanza del carattere dell'utilizzo dei fondi ai fini di operazioni di pagamento verso soggetti *diversi* da chi ha emesso la moneta elettronica, in quanto i fondi ricevuti dai prestatori vengono forniti ai prenditori ma entrambi i soggetti operano attraverso la stessa piattaforma¹⁰⁹.

3.5.4. I servizi d'investimento

In questa sede si vuole esaminare se le operazioni poste in essere dalle piattaforme di *lending crowdfunding* possano essere comparate alle operazioni dei mercati finanziari, visto l'approccio d'impiego dei fondi dei soggetti in *surplus* e del loro obiettivo di ricavare un rendimento. A seconda del modello di *business* utilizzato dalla piattaforma, si possono individuare similitudini con i servizi di gestione di mercati, di consulenza in materia di investimenti o di gestione individuale dei portafogli.

Il primo quesito è se l'attività di *lending crowdfunding* possa essere affiancata alla nozione di strumento finanziario. La definizione di strumento finanziario non è individuabile in modo puntuale in quanto le normative comunitarie¹¹⁰ forniscono semplicemente un elenco delle attività qualificate come tali. Ad interpretazione della Direttiva, alcuni Stati membri hanno considerato l'elenco in modo tassativo, altri in veste contraria. L'Italia si accosta alla prima interpretazione includendo la possibilità di aggiungere altre attività attraverso decreto ministeriale¹¹¹. Ad ogni modo, “*il tratto comune a tutte le tipologie di strumento finanziario [...] è l'idoneità dello strumento a formare oggetto di negoziazione sul mercato dei capitali*”¹¹² oltre alla standardizzazione dello stesso¹¹³. L'accordo di finanziamento tra le parti non sembrerebbe presentare le caratteristiche di negoziabilità e di standardizzazione, in quanto per la maggior parte dei casi non è presente alcun mercato secondario del credito (anche se il fenomeno risulta essere in evoluzione) e i contratti risultano essere personalizzati in quanto i prenditori di fondi presentano richieste soggettive in funzione delle loro necessità.

¹⁰⁹ EBA, *Opinion of the EBA on Lending-Based Crowdfunding*, 2015, p. 30.

Disponibile al sito: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-03%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowd%20funding%29.pdf?retry=1>.

¹¹⁰ Ci si riferisce alle Direttive MiFID 2004/39/CE e MiFID II n. 2014/65/EU.

¹¹¹ ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 2017 (9° ed.), Giappichelli Editore, p. 95.

¹¹² ANNUNZIATA, *op.cit.*, p. 98.

¹¹³ MACCHIAVELLO, *La presentazione dei servizi di investimento. Il marketplace lending come fonte di una nuova tipologia di strumento finanziario?*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 158. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2

Se invero si sostiene tesi contraria, individuando nel *lending crowdfunding* caratteristiche tali per cui da collegarlo ad uno specifico strumento finanziario in particolare, è opportuno determinare quali potrebbero essere quei servizi d'investimento che offrono tale strumento, rispetto alle caratteristiche dei modelli operativi della piattaforma, al fine di determinare la relativa normativa applicabile. In caso di sostegno del mero incontro tra domanda e offerta di fondi, in un'ottica di mercato, il servizio reso potrebbe essere classificato come *sistema multilaterale di negoziazione*¹¹⁴ ma mancherebbe il carattere della multilateralità in quanto il soggetto prenditore di fondi è unico mentre la definizione richiede “*interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi*”. Se invece la piattaforma opera sulla base di un accordo con il prenditore di fondi, il servizio potrebbe essere equiparato al “*servizio di collocamento*”¹¹⁵, mentre se questa si trova ad operare attraverso meccanismi automatici di allocazione delle somme, in un'ottica di diversificazione del portafoglio, allora l'attività sembrerebbe essere prossima ai “*servizi di gestione individuale di portafogli*”¹¹⁶ oppure a quelli di “*consulenza in materia di investimenti*”¹¹⁷. Tuttavia, si ritiene che in entrambi i casi la variabilità della personalizzazione del servizio non permetta di rendere omogenea la classificazione dell'attività in questo senso.

Ad ogni modo, in caso di condivisione del pensiero che il contratto di *lending crowdfunding* si configuri come strumento finanziario, la piattaforma dovrebbe richiedere autorizzazione ad operare e sottostare alle relative normative *MiFID* e *MiFID II*, più stringenti rispetto a quella degli Istituti di Pagamento. Secondo alcuni autori, ancora, si ricadrebbe in due fenomeni: un *over-regulation* e sostenimento di costi eccessivi, con effetti negativi in termini di innovazione e inclusione finanziaria; e un *over-load* informativo per l'investitore che si troverebbe sommerso da un carico elevato di informazioni rispetto al suo grado di professionalità negli investimenti¹¹⁸.

Ai fini del completamento dell'analisi di possibili qualificazioni delle operazioni di *markeplace lending* resta da esaminare la disciplina del *prodotto finanziario*. La definizione di “prodotto finanziario” è individuabile esclusivamente nell'ordinamento nazionale e fa riferimento a quegli “*strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*”¹¹⁹ che permettono di ottenere un rendimento commisurato al rischio grazie all'impiego di capitale. In Italia, vi sono due discipline che regolano i prodotti finanziari: la disciplina dell'*offerta al*

¹¹⁴ Per la definizione si veda l'art. 1, co.5-*octioes*, lett. a) del D.lgs. 58/1998 o Testo Unico della Finanza (TUF).

¹¹⁵ Per la definizione si veda l'art. 1, co.5, lett. c-*bis* del D.lgs. 58/1998 o Testo Unico della Finanza (TUF).

¹¹⁶ Per la definizione si veda l'art. 1, co.5-*quinquies* del D.lgs. 58/1998 o Testo Unico della Finanza (TUF).

¹¹⁷ Per la definizione si veda l'art. 1, co.5-*setpies* del D.lgs. 58/1998 o Testo Unico della Finanza (TUF).

¹¹⁸ Cfr. MACCHIAVELLO, *La presentazione dei servizi di investimento. Il marketplace lending come fonte di una nuova tipologia di strumento finanziario?*, cit., p. 168.

¹¹⁹ Art. 1, co.1, lett. u) del D.lgs. 58/1998 o Testo Unico della Finanza (TUF).

pubblico dei prodotti finanziari e quella dell'offerta a distanza dei prodotti finanziari. Se le operazioni di *lending crowdfunding* trovassero suddetta qualificazione, i gestori delle piattaforme dovrebbero¹²⁰ redigere il c.d. “prospetto informativo” ex artt. 93 ss. del TUF alla luce della prima disciplina, e dovrebbero operare con autorizzazione rispetto alla seconda, in quanto l'offerta a distanza di prodotti finanziari propri ed altrui sembra¹²¹ essere riservata a banche, imprese di investimento ed intermediari finanziari ex art. 106 TUB.

Alla luce delle diverse possibilità di qualificazione del fenomeno del *lending crowdfunding*, risulta essere necessaria una revisione o integrazione della regolamentazione, soprattutto per quanto riguarda la qualificazione giuridica della piattaforma e del suo operato. Tuttavia, si ritiene che, al momento, gli operatori economici siano rivolti verso l'interpretazione che ricade nella disciplina dei servizi di pagamento, più funzionale all'esercizio dell'attività nell'ambito della finanza alternativa rispetto alla regolamentazione rivolta alla finanza di tipo tradizionale.

3.6. Oltre l'ambito finanziario: le altre discipline applicabili

L'attività posta in essere dalle piattaforme è un'attività complessa e per questo motivo ricade nel campo di applicazione di ulteriori discipline dell'ordinamento, provenienti principalmente dall'ambiente europeo.

Il primo gruppo di norme fa riferimento alle discipline in tema di tutela del consumatore, alcune riconducibili direttamente al settore finanziario, altre relative a tutte le attività economiche, anche non finanziarie. Nel primo caso ci si riferisce alle già citate direttive 2008/48/CE o *Consumer Directive* e 2014/17/UE o *Mortgage Credit Directive*, mentre nel secondo caso si pensi, ad esempio, alle direttive 2011/83/CE in tema di diritti dei consumatori, 93/13/CEE sulle clausole abusive nei contratti con i consumatori o alla 2005/29/UE sulle pratiche commerciali scorrette. Tutte le fonti summenzionate presentano la caratteristica comune di avere come oggetto il rapporto tra consumatore e professionista, ma nessuna presenta la peculiarità di regolare un rapporto trilaterale, costituito da consumatore, professionista e prenditore di

¹²⁰ Il prospetto informativo è stato inserito nell'ordinamento italiano con il recepimento della Direttiva Prospetto 2003/71/CE (ora sostituita con il Regolamento UE 2017/1129) che ne prevedeva l'applicazione al solo comparto dei valori mobiliari. Il Legislatore nazionale, però, ha ritenuto opportuna l'estensione a tutti i prodotti finanziari offerti al pubblico, prevedendo una serie di esenzioni, tra le quali la possibilità di non redigere il prospetto informativo per offerte dello stesso prodotto inferiori a otto milioni di euro, limite che non viene quasi mai superato dai progetti presentati sulle piattaforme di *lending crowdfunding*.

¹²¹ Per un approfondimento sulle diverse interpretazioni della norma cfr. MACCHIAVELLO, *op.cit.*, p. 175.

fondi¹²². Inoltre, il titolo di “consumatore” fa appunto riferimento alle sole persone fisiche, escludendo in questo modo tutti i contraenti, prenditori di fondi, che esulano dalla definizione; dall’altro lato, se si parte del presupposto che il contratto regola il rapporto tra prestatori e prenditori di fondi, lasciando alla piattaforma un ruolo marginale¹²³, le direttive 2008/48/CE e 2014/17/UE possono essere applicate esclusivamente nei casi in cui il prestatore è una banca o un intermediario finanziario¹²⁴.

Altra disciplina potenzialmente applicabile risulta essere quella relativa all’antiusura e all’interesse usurario, determinato ai sensi dell’art. 2 della Legge 108/1996. Il limite che il tasso d’interesse applicato non può superare è dato dalla differenza tra il tasso applicato e le risultanze dei tassi medi effettivi globali rilevati trimestralmente e pubblicati nella Gazzetta Ufficiale per ogni categoria di operazioni in cui il credito è compreso, aumentati di un quarto e di altri quattro punti percentuali. Se la differenza è superiore agli otto punti percentuali, allora il tasso è considerato usurario. La rilevazione trimestrale dei tassi d’interesse è obbligatoria per gli intermediari finanziari e le banche, ma non lo è per le piattaforme; inoltre, tra le categorie di operazioni oggetto di pubblicazione in Gazzetta Ufficiale, non rilevano i tassi dei prestiti forniti attraverso piattaforme di *lending crowdfunding*.

Come per la disciplina in tema di usura, anche per quella relativa all’antiriciclaggio e alla prevenzione al finanziamento del terrorismo le piattaforme di *lending* non risulterebbero essere soggette, non rientrando nelle categorie obbligate ai sensi dell’art. 3 del D.lgs. 231/2007. Sebbene la mancata estensione della disciplina sia rinvenibile per le piattaforme, anche se la direttiva nulla vieta di estendere il raggio d’azione in sede di recepimento, questo non è vero per lo *status* regolamentare della piattaforma, che necessita di una qualificazione giuridica per poter operare: istituto di pagamento, istituto di emissione di moneta elettronica, banca, intermediario finanziario. Questi soggetti sono sottoposti alla normativa antiriciclaggio in modo più o meno pressante a seconda della qualificazione e l’assoggettamento alla disciplina si traspone, in questo modo, in capo alla piattaforma.

Anche l’Unità di Informazione Finanziaria per l’Italia (UIF), l’ente di *intelligence* che si occupa di elaborare e trasmettere alle autorità competenti eventuali segnalazioni di operazioni di

¹²² FERRETTI, *Oltre le riserve di attività. Altre discipline potenzialmente applicabili alle piattaforme*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 179.
Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2

¹²³ Si fa principalmente riferimento al modello *notary*, vedasi *infra* § 3.4.1.

¹²⁴ Conformemente si esprime anche la Commissione europea nella proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei dei servizi di *crowdfunding* alle imprese 2018/048/UE, che al Considerando n. 8 sottolinea: “*I servizi di crowdfunding relativi ai prestiti ai consumatori [...] non dovrebbero pertanto rientrare nell’ambito di applicazione del presente regolamento*” in quanto trovano già riscontro nelle direttive del credito al consumo e dei mutui residenziali ai consumatori.

riciclaggio del denaro e finanziamento del terrorismo “*ha sottolineato che le opportunità offerte dall’innovazione tecnologica, in particolare dal web, possono essere utilizzate per finalità di finanziamento del terrorismo*”¹²⁵. Proprio per questo motivo, è evidente la necessità di estendere la disciplina alle piattaforme in generale, scollegando di fatto il doppio passaggio attraverso lo *status* regolamentare che potrebbe causare situazioni di affrancamento delle piattaforme dal rispetto della normativa antiriciclaggio¹²⁶.

In tema di trattamento dei dati si segnalano due Regolamenti europei che rilevano in questo contesto, a seconda che il dato trattato sia “personale” o “non personale”: nel primo caso, si fa riferimento al Regolamento UE 2016/679 mentre nel secondo ci si riferisce al Regolamento UE 2018/1807. Il primo Regolamento summenzionato si pone l’obiettivo di tutelare i dati di persone fisiche da trattamenti illeciti; i principi che rilevano fanno essenzialmente riferimento alla finalità del trattamento, alla responsabilità del titolare del trattamento, al consenso dell’interessato in caso di mancanza di base giuridica che ne giustifichi il trattamento stesso, ma quello che maggiormente rileva in questo contesto è la tutela dell’interessato nel caso di trattamento automatizzato. All’art. 22 del Regolamento si legge che “*L’interessato ha il diritto di non essere sottoposto a una decisione basata unicamente sul trattamento automatizzato, [...] che produca effetti giuridici che lo riguardano o che incida in modo analogo significativamente sulla sua persona*” salvo casi di esenzione, indicati nello stesso articolo, tra i quali la conclusione di un contratto. Ad ogni modo deve però essere garantito il contraddittorio. Questo tema è estremamente rilevante se si pensa al rifiuto operato dalla piattaforma nei confronti di un richiedente di fondi a seguito delle valutazioni sul merito creditizio basate su processi automatizzati. *Contra*, il Regolamento UE 2018/1807 assume un trattamento completamente diverso per i dati “non personali”, promuovendone la libera circolazione sul territorio europeo superando i limiti preposti dagli Stati membri. A questo scenario si affianca l’attuazione della *Payment Services Directive 2 (PSD2 – 2015/2366)*, “*che ha dato piena cittadinanza giuridica in Europa a modelli di “open banking”, basati sulla condivisione di dati bancari tra i diversi operatori dell’ecosistema finanziario*”¹²⁷; in virtù di ciò, le terze parti possono accedere ai dati bancari dell’interessato e possono effettuare servizi di pagamento, previo esplicito consenso fornito dallo stesso interessato.

¹²⁵ BANDIERA, *Fintech e antiriciclaggio*, in PARACAMPO (a cura di) *FINTECH - Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, 2017, p. 259.

¹²⁶ Si pensi, per esempio, al caso in cui la piattaforma non offrisse alcun servizio finanziario o di pagamento regolato. Questo non richiederebbe alcuna qualifica per il gestore e, di conseguenza, alcuna applicazione della normativa antiriciclaggio.

¹²⁷ BARBAGALLO, *Fintech: Ruolo dell’Autorità di Vigilanza in un mercato che cambia. Intervento del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d’Italia, Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d’impresa - Convegno invernale 2019*, 2019.

Si noti, a questo punto, come vi siano diverse prese di posizione nelle varie discipline: le normative relative al settore bancario perseguono l'obiettivo di stabilità del singolo operatore e del sistema a livello macroeconomico, le discipline sul credito al consumo si focalizzano, invece, sulla tutela del consumatore mentre quelle in ambito di trattamento dei dati colpiscono maggiormente l'elevato grado di automazione nella valutazione del merito creditizio¹²⁸ da un lato, mentre dall'altro si pongono l'obiettivo di favorire un mercato finanziario dinamico e funzionale ai bisogni degli operatori economici.

È chiaro come le circostanze non permettano uno sviluppo genuino del fenomeno, favorendo situazioni di distorsione sia a livello economico che a livello di applicazione delle norme.

A conclusione di quanto detto, oltre al problema delle sovrapposizioni normative in tema di trasparenza, ai rischi di applicazione di tassi usurari, del riciclaggio del denaro e del finanziamento al terrorismo, o ancora al trattamento illecito dei dati, è lampante la necessità di innovazione giuridica che regoli puntualmente l'operato dei nuovi operatori economici quali le piattaforme, presenti sia nel campo finanziario ma anche in altri settori della *sharing economy*, specificando quali normative esistenti debbano essere applicate ai rapporti in essere e in avvenire, rispetto alle caratteristiche specifiche del caso, o producendo una normativa *ad hoc*. Ed è in questa sede che si segnala l'operato della Commissione europea in tema di *crowdfunding* alle imprese, che, attraverso una proposta di Regolamento, di cui si veda *infra* § 3.7, ha cercato di intervenire su diversi punti d'interesse con l'obiettivo di favorire un terreno più accomodante allo sviluppo, tra l'altro, del *lending crowdfunding*.

3.7. Le proposte di regolamentazione europea

L'atteggiamento europeo in tema di regolamentazione del *crowdfunding* ha subito una recente espansione rispetto all'impostazione precedente, di cui la genesi è individuabile nel documento "Inception Impact Assessment" prodotto dalla Commissione europea nell'ottobre 2017¹²⁹. In questa sede si sono identificate quattro possibili alternative per la regolamentazione del *lending crowdfunding*, solo con riguardo al settore B2B: la prima opzione prevedeva un approccio "self-regulation" ovvero fornire una normativa minima basata su delle *best practises* attraverso le quali gli operatori potevano decidere se adeguarsi o meno; la seconda opzione prevedeva

¹²⁸ MATTASSOGLIO, *Profili giuridici del servizio di valutazione del merito creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 197.

Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2

¹²⁹ Il documento è disponibile al sito: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1613-Measures-to-further-improve-the-effectiveness-of-the-fight-against-illegal-content-online>

l'armonizzazione delle discipline esistenti in ambito finanziario attraverso l'inserimento di disposizioni *ad hoc* con finalità integrative in materia di *crowdfunding*; la terza opzione riguardava invece l'elaborazione di una Direttiva che, in sede di recepimento, avrebbe potuto lasciare un certo spazio di manovra agli Stati membri; la quarta opzione, che costituisce anche quella vagliata tra le quattro, prevede la necessità di un'autorizzazione europea per le attività *cross-border* secondo un regime che viene definito di "*opt-in*" in quanto le piattaforme decise ad operare solo a livello nazionale possono decidere di rimanere assoggettate alle discipline statali e di non richiedere l'autorizzazione per operare a livello europeo.

Come già indicato in precedenza, sono escluse dall'ambito di applicazione dell'intervento le forme di *donation* e *reward crowdfunding* per la mancanza del requisito della "transazione finanziaria", ovvero dell'esborso verso l'aspettativa di ottenere *cash flow* futuri, e sono inoltre esclusi i servizi forniti ai consumatori finali, già regolati altrove¹³⁰.

Lo sviluppo della quarta opzione si è concretizzato con l'elaborazione della Proposta di Regolamento UE relativa ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (2018/0048)¹³¹ e con la successiva risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 che ne ha implementato e/o modificato in parte il contenuto.

Ad oggi, l'elaborato finale presenta diversi punti d'interesse. Primo tra tutti è il regime opzionale europeo che prevede la richiesta da parte della piattaforma ad operare in ambito comunitario e ad essere sottoposta alla relativa disciplina. La domanda di autorizzazione va sottoposta all'ESMA, che consente di operare previa verifica dei requisiti oggettivi e soggettivi richiesti¹³². In un primo momento, l'ESMA avrebbe dovuto assolvere, secondo la Proposta, anche a compiti di vigilanza, informativa ed ispettiva ma successivamente il Parlamento Europeo ha suggerito di attribuire questi poteri agli enti preposti dei singoli Stati membri, mantenendo invece l'unico incarico di gestire il registro dei soggetti autorizzati.

Per quanto concerne il perimetro applicativo della Proposta di Regolamento, questa sembrerebbe rivolgersi solo ai servizi che consentono il *matching* tra i prenditori e i prestatori di fondi, in un'ottica di modello "base" di *marketplace*, escludendo le piattaforme che prevedono l'offerta di servizi più complessi¹³³. Secondo questa interpretazione, però, se le

¹³⁰ Direttive 2008/48/CE o *Consumer Directive* e 2014/17/UE o *Mortgage Credit Directive*.

¹³¹ Si veda anche *infra* § 2.4.2.

¹³² I requisiti individuabili nella Proposta di Regolamento riguardano i seguenti ambiti: *status* giuridico e statuto del gestore, programma dell'attività svolta, descrizione della *governance* e di eventuali servizi gestiti in *outsourcing*, sistemi per il trattamento dei dati, sistemi volti a garantire la continuità operativa, procedure per la gestione dei reclami e dei conflitti d'interesse, requisiti di onorabilità e professionalità degli amministratori. Si fa notare che, a differenza del settore bancario, non sono richiesti requisiti di carattere patrimoniale o prudenziale.

¹³³ MACCHIAVELLO, *Prospettive di regolazione del crowdfunding a livello europeo*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 225. Disponibile al sito:

http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2

piattaforme offrissero servizi d'investimento non qualificabili secondo questa definizione, queste dovrebbero operare previa autorizzazione a norma della disciplina *MiFID*, molto più stringente.

Con riferimento agli obblighi generali dei fornitori dei servizi di *crowdfunding*, è richiesto un atteggiamento onesto, equo e professionale da parte del gestore. Sono previste, inoltre, un serie di disposizioni, quali:

- l'obbligo di comunicazione ai clienti dei metodi e dei parametri in riferimento al potere discrezionale della piattaforma nel momento in cui decide di approvare un progetto o meno;
- il divieto di ricevere compensi da parte dei richiedenti allo scopo di indurre i clienti a scegliere un determinato progetto, al fine di evitare conflitti d'interesse;
- il divieto per il gestore, gli amministratori o i titolari di partecipazioni qualificate, di partecipare, in misura superiore ad una certa percentuale (al momento è indicato il 2%) ai progetti presentati sulla propria piattaforma;
- l'adozione, da parte del *management*, di politiche atte a garantire una gestione prudente e integra nell'interesse dei clienti, anche con riguardo alla gestione dei reclami e alla conservazione della documentazione;
- la somministrazione all'investitore di un "test delle conoscenze" in cui si valuta l'esperienza in campo finanziario del soggetto stesso (l'esito negativo del test non preclude la possibilità per l'investitore di finanziare il progetto) e la possibilità di simulare la capacità di sopportare le perdite calcolate nel 10% del suo patrimonio netto.

In merito agli obblighi informativi, invece, viene impartito al gestore l'obbligo di pubblicare in una sezione apposita del sito internet un'informativa relativa alle informazioni di *marketing*, ai costi e agli oneri connessi ai servizi, alle condizioni del contratto e ai criteri di selezione dei progetti, oltre che ai rischi connessi. Ancora, è richiesto il conferimento all'investitore di un documento particolare, definito *Key Investor Sheet* (KIIS), che fa riferimento al singolo progetto. Il suddetto documento deve essere di un numero di pagine pari o inferiore a sei, non deve contenere note e deve essere redatto dal titolare del progetto e controllato dalla piattaforma. Rispetto al contenuto, questo deve accogliere un'informativa in relazione ai rischi sull'assenza di controllo dei documenti da parte delle autorità, sull'eventuale mancanza dei sistemi di garanzia, sul rischio d'illiquidità, sulla mancanza di ritorno economico e/o perdita delle somme investite, oltre che a tutte le informazioni tecniche sul processo di raccolta dei fondi, sugli oneri da sostenere e sui mezzi di ricorso.

Come si può notare, la Proposta di Regolamento prevede molti obblighi informativi a tutela dell'investitore, ma di nulla fa menzione in merito a requisiti prudenziali o patrimoniali. Ancora, manca l'attenzione alla tutela dei richiedenti di prestito e non sono previsti obblighi specifici di trasparenza sulla valutazione del merito creditizio né in materia di antiriciclaggio¹³⁴. Sebbene l'ottica del Legislatore europeo sia di tipo funzionale, uno sdoppiamento dell'applicazione della disciplina (quella di matrice europea per i richiedenti l'autorizzazione ad operare *cross-country* e quella di matrice nazionale negli altri casi) potrebbe portare una certa confusione sia in sede di applicazione delle norme che in ambito pratico per gli operatori economici, producendo effetti di arresto sullo sviluppo del fenomeno. C'è chi sostiene che l'impostazione perseguita dalla Proposta di Regolamento non sia favorevole allo sviluppo del *lending crowdfunding*, richiedendo invece una disciplina di base unica per le piattaforme e i servizi resi, che comprenda regole in merito al funzionamento ed ai termini di accesso di accesso per gli utenti, ed una disciplina specifica rispetto alle varie tipologie di piattaforme esistenti¹³⁵.

3.8. Cenni sugli aspetti fiscali del territorio nazionale

Nel periodo antecedente al 2018, i proventi conseguiti a seguito di investimenti sulle piattaforme di *lending crowdfunding* effettuati da persone fisiche scontavano l'aliquota marginale IRPEF del soggetto percettore, dal 23% al 43%. Successivamente, con l'approvazione della Legge di Bilancio 2018, si è visto un cambio del regime fiscale adottato. La modifica ha previsto un duplice intervento: il primo consiste nella modifica dell'art. 44, co.1 del D.P.R. 917/1986 o Testo Unico delle Imposte sui Redditi, tramite l'inserimento della nuova lett. *d-bis*), in base alla quale sono da considerarsi come redditi di capitale i “*proventi derivanti da prestiti erogati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziatori non professionali (piattaforme di Peer to Peer Lending) gestite da società iscritte all'albo degli intermediari finanziari di cui all'articolo 106 del Testo Unico delle Leggi in materie bancaria e creditizia di cui al D.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, o da Istituti di Pagamento rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 114 del medesimo Testo Unico di cui al D.lgs. n. 385 del 1993, autorizzati dalla Banca d'Italia*”; e il secondo consiste nell'individuazione dei gestori delle piattaforme come sostituti d'imposta¹³⁶ a norma dell'art. 26, co.1 del D.P.R. 600/1973.

¹³⁴ LERRO, *Osservazioni alla Proposta di Regolamento Europeo sui servizi di investment crowdfunding per il business*, 2018, pp. 6 ss. Disponibile al sito: https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/ECSP-teoria/D-Whitepaper-Crowd advisors.pdf.

¹³⁵ MACCHIAVELLO, *Prospettive di regolazione del crowdfunding a livello europeo*, cit., pp. 243 e 244.

¹³⁶ La ritenuta attualmente applicata, a norma dell'art. 3, co.1, del Decreto-legge n. 66/2014, è pari al 26%.

L’Agenzia delle Entrate si è recentemente espressa con la Risposta n. 168/E del 2020 dichiarando che le società gestori di piattaforme estere che operano in qualità di “agente di istituto di pagamento” non vedono l’applicazione della disciplina nel caso in cui l’operatore per il quale praticano non possiede la qualifica di intermediario finanziario iscritto all’albo ai sensi dell’art. 106 del TUB o di istituto di pagamento ai sensi dell’art. 114 del TUB; mancando, di fatto, l’autorizzazione ad operare da parte della Banca d’Italia, questi soggetti non rientrano nell’ambito di applicazione nella nuova lett. *d-bis*) dell’art. 44 TUIR. Ne deriva che questi soggetti non possono operare come sostituti d’imposta né applicare la ritenuta alla fonte pari al 26% sugli interessi erogati attraverso la piattaforma.

Nel caso, invece, i soggetti investitori siano persone giuridiche, allora i proventi concorrono, in qualità di componenti positive, a formare il reddito d’impresa assoggettato ad Irpef o ad Ires nei modi ordinari.

Ulteriore modifica in ambito di tassazione dei proventi, si è verificata a seguito dell’emanazione del D.Lgs. 117/2017 che ha introdotto il Codice del Terzo Settore. All’art. 78 viene stabilita la tassazione per i prestiti *peer-to-peer* finalizzati al sostegno delle attività di interesse generale. In questi casi anche gli enti indicati dall’art. 4 del suddetto Codice devono operare in qualità di sostituto d’imposta operando la ritenuta alla fonte che, in questo caso, è quantificata nella misura del 12,5%¹³⁷.

3.9. Il *lending crowdfunding* in numeri

3.9.1. Analisi diffusa

Al fine di una cognizione maggiore dell’entità del fenomeno “*lending*” si ritiene utile riportare in questa sede i dati raccolti dal Centro per la Finanza Alternativa dell’Università di Cambridge nel rapporto dello scorso aprile 2020¹³⁸ che mostrano a livello globale, tra gli altri, i volumi dei modelli di finanza alternativa del *lending crowdfunding*, suddivisi secondo le varie tipologie di piattaforma, *marketplace* o *balance sheet*¹³⁹ rispetto al *business model* utilizzato, e *business*, *consumer* o *property* rispetto al *target* di clientela raggiunta.

¹³⁷ DE LUCA e LUCIDO, *Il peer to peer lending: aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori*, in FONDAZIONE NAZIONALE DI RICERCA DEI COMMERCIALISTI (a cura di), *Documenti di ricerca*, 2019, pp. 18 e 19.

Disponibile al sito: <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1377>

¹³⁸ ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, 2020, pp. 30 ss. Disponibile al sito: https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf

¹³⁹ Per un approfondimento sulla classificazione si vedano *infra* § 3.4.1 e § 3.4.2.

Nel *report* è indicato che, rispetto al 2017, i primi due tipi di modelli, rispettivamente il *P2P/Marketplace Consumer* e *Business Lending*, hanno mantenuto la loro posizione, mentre gli altri sono variati. In particolare, il cambiamento più rilevante si è registrato nel settore *real estate* (o *property*, come indicato nella tabella seguente), che si è evoluto dalla decima posizione nel 2017 alla quarta nel 2018¹⁴⁰.

In valori assoluti, se si confrontano i dati 2018 con quelli del 2017, emerge una notevole diminuzione dei volumi dovuta ai rilevanti cambiamenti nell'attività nel mercato interno cinese, come già spiegato in precedenza nel presente elaborato¹⁴¹. Escludendo invece l'*outlier* cinese, i volumi assoluti presentano un tasso di crescita generale di segno positivo¹⁴².

Table 1.1: Total Volume by Region and Model Categories (Incl China)

Alternative Finance Model	2018 Global Data Excl. China			2018 Global Data Incl. China				
	Volume	Market Share	Model Ranking	Volume	Marketshare	2018 Ranking	2017 Ranking	Change in Ranking
P2P/Marketplace Consumer Lending	\$32.0b	36%	1	\$195.3b	64%	1	1	
P2P/Marketplace Business Lending	\$7.6b	9%	5	\$50.3b	17%	2	2	
Balance Sheet Business Lending	\$15.0b	17%	2	\$21.1b	7%	3	4	(+1)
Balance Sheet Property Lending	\$11.0b	12%	3	\$11.0b	4%	4	10	(+6)
Balance Sheet Consumer Lending	\$9.4b	11%	4	\$9.8b	3%	5	3	(-2)
P2P/Marketplace Property Lending	\$3.9b	4%	6	\$5.7b	2%	6	5	(-1)
Invoice Trading	\$2.5b	3%	8	\$3.2b	1%	7	6	(-1)
Real Estate Crowdfunding	\$2.9b	3%	7	\$3.0b	1%	8	7	(-1)
Equity Crowdfunding	\$1.5b	2%	9	\$1.5b	0%	9	8	(-1)
Reward-based Crowdfunding	\$871.1m	1%	10	\$876.8m	0%	10	12	(+2)
Debt-based Securities	\$844.4m	1%	11	\$851.5m	0%	11	14	(+3)
Donation-based Crowdfunding	\$639.3m	1%	12	\$639.4m	0%	12	13	(+1)
Other	\$414.3m	0%	13	\$414.3m	0%	13	9	(-4)
Revenue Sharing	\$397.7m	0%	14	\$397.7m	0%	14	11	(-3)
Mini-bonds	\$53.7m	0%	16	\$332.5m	0%	15	15	
Community Shares	\$94.7m	0%	15	\$94.7m	0%	16	16	

Immagine 13: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* - Cambridge Centre for Alternative Finance; pag. 40.

Lo studio riporta, inoltre, i dati esaminati a livello regionale e per modello, da cui emerge che i modelli basati sul debito hanno assorbito, in generale, la quota maggiore dell'attività globale in ciascuna regione rispetto ai modelli *equity* e a quelli di non investimento.

Nel complesso, la Cina ha registrato il volume maggiore nel segmento *lending*, seguita dagli

¹⁴⁰ ZIEGLER, SHNEOR e WENZLAFF, *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report* - Cambridge Centre for Alternative Finance, cit., p. 40.

¹⁴¹ Si veda *infra* § 1.6.

¹⁴² ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, op. cit., p. 40.

Stati Uniti, che rappresentano il secondo mercato più grande nel 2018 dei modelli di debito, raccogliendo 57,67 miliardi di dollari. Il Regno Unito si classifica al terzo posto, raccogliendo 9,31 miliardi di dollari¹⁴³.

A livello europeo, con riferimento al grafico di cui *infra* § 2.6 (immagine 10), se non si considera il dato aggregato del Benelux, che comprende Lussemburgo, Paesi Bassi e Belgio, il primato statale va alla Germania con un aggregato di 883 milioni di dollari di debito trattati nel solo anno 2018.

3.9.2. Paese Italia

Secondo il rapporto dell'Università di Cambridge¹⁴⁴, l'Italia occupava nel 2018 il settimo posto in Europa per quanto riguarda il volume degli investimenti in *lending crowdfunding*¹⁴⁵. Secondo indagini più recenti¹⁴⁶ il segmento “*lending*” è in crescita ma gli investitori partecipano ancora in numero ridotto. Il rapporto di PWC relativo all'anno 2019 indica che il numero delle piattaforme di *lending* è incrementato con l'ingresso di diciassette nuove *companies*, mostrando un tasso di crescita del 54% rispetto agli attori dell'anno precedente, con una forte propulsione dell'area dedicata al *real estate*. *Starteed*, a seguito dell'elaborazione dei dati messi a disposizione sui siti delle varie piattaforme operanti in Italia, nel rapporto relativo all'anno 2019 ha restituito un tasso di successo delle campagne del 72% con un importo medio del contributo dei finanziatori pari a € 1.680,00, un totale medio raccolto di € 109.315,00 e un numero di campagne totali pari a 37.343.

Dati ancora più recenti, esposti nella presentazione dell'Osservatorio sul *CrowdInvesting* del Politecnico di Milano a luglio 2020¹⁴⁷, riportano un tasso di crescita del comparto *lending* in termini di volumi degli investimenti pari al 52% rispetto ai dodici mesi precedenti, in un arco di tempo compreso tra giugno 2019 e giugno 2020. Si consideri che i dati raccolti negli ultimi

¹⁴³ ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, *op. cit.*, p. 40.

¹⁴⁴ Ci si riferisce al *report 2020* di ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report - Cambridge Centre for Alternative Finance* già citato. Nei dati riportati nel documento, ai fini della qualificazione della posizione occupata, di cui si veda *infra* § 1.6 (Immagine 10), l'Università di Cambridge contabilizza anche il segmento dell'*invoice trading*, mentre negli altri rapporti indicati in questa sede, il segmento *invoice trading* è escluso. Per questo motivo i volumi assoluti indicati dal *report* di Cambridge sono maggiori rispetto a quelli indicati nel rapporto del Politecnico di Milano.

¹⁴⁵ ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, *op. ult. cit.*, p. 77.

¹⁴⁶ OSSERVATORIO FINTECH PWC ITALIA. *FinTech Calls for Fuel. To Exploit a Great, Maturing and Increasing Potential*. Milano, 2020, pp. 66 e 67.

Disponibile al sito: <https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech/docs/PwC-FinTech-2020.pdf>.

¹⁴⁷ GIUDICI, BOLETTA, CATTANEO, CRETA, DAMUZZO, DE PICCOLI, FRENATI, GARGIULO, GIUFFRIDA, e PANCHIERI. *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting*, 2020. Disponibile al sito: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/evanti/news-display?id=117&article=3%C2%B0%20Report%20italiano%20sul%20Crowdinvesting>.

mesi del periodo indicato coinvolgono anche lo scoppio della pandemia di Covid-19 e quindi, anche in un contesto non propriamente accogliente, il tasso di crescita non ha subito rallentamenti rilevanti.

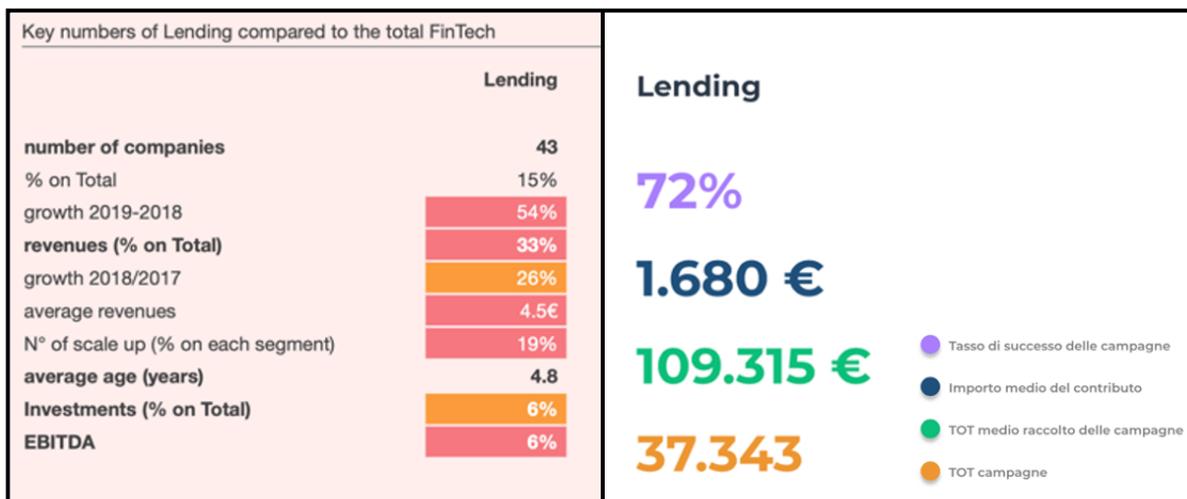


Immagine 14: Osservatorio Fintech Italia PWC (2020). *FinTech Calls for Fuel. To Exploit a Great, Maturing and Increasing Potential*; pag. 66.

Immagine 15: Starteed (2020). *Il crowdfunding in Italia Report 2019*; pag. 20.

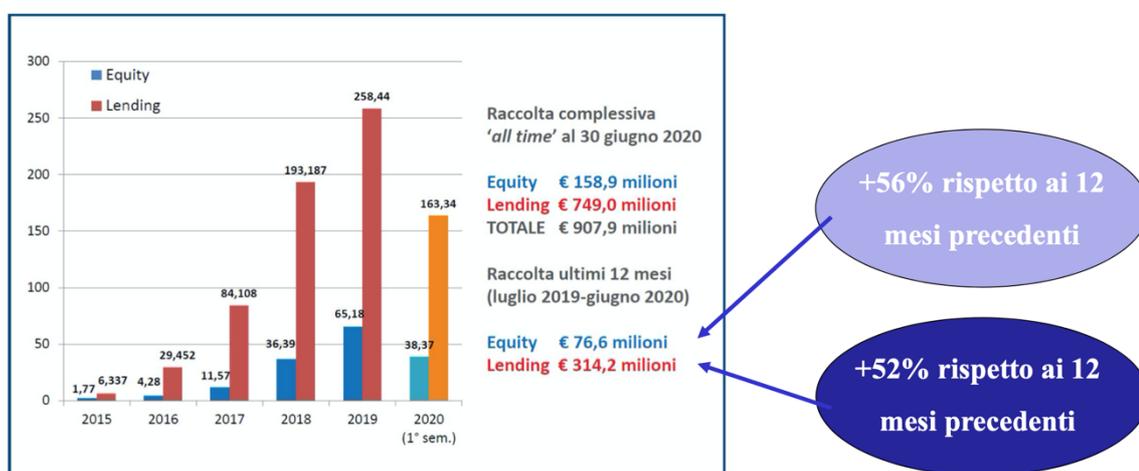


Immagine 16: Giudici G., (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting*. SLIDE DI PRESENTAZIONE; pag. 7.

Nei grafici seguenti si intende riportare l'ammontare dei prestiti forniti al segmento *consumer* e a quello *business*, mentre nelle tabelle successive vengono indicate le piattaforme attive in Italia a giugno 2020 con la relativa qualificazione giuridica e il *target* di clientela. Tutti i dati

indicati sono ripresi dal 5° rapporto annuale sul *CrowdInvesting* dell'Osservatorio *Entrepreneurship & Finance* del Politecnico di Milano. Come indicato anche nel *report* di PWC, in quest'ultimo elaborato dal Politecnico di Milano si fa riferimento alle nuove piattaforme nate negli ultimi dodici mesi: sono cinque e tre di queste fanno riferimento al segmento del *real estate*.

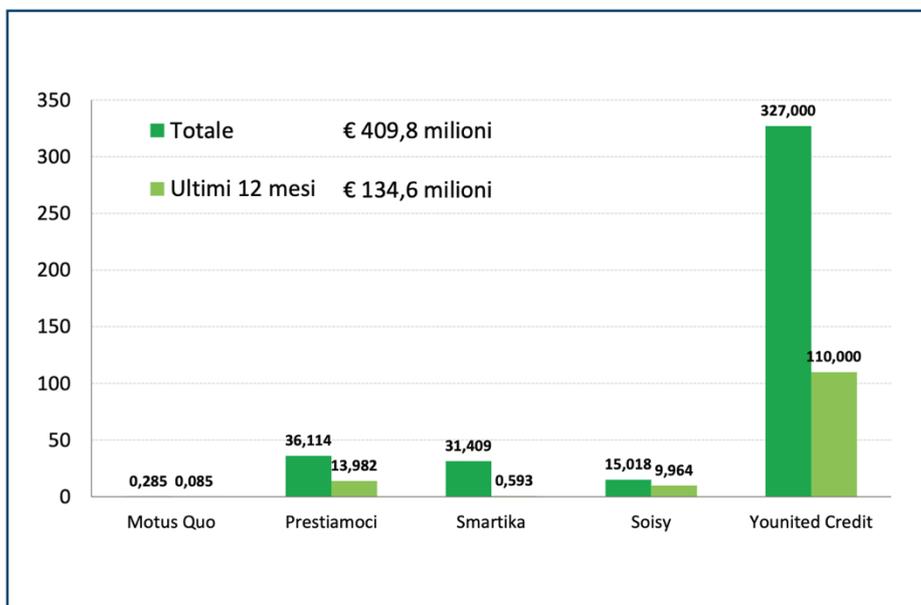


Figura 3.2
 Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane attive nell'ambito *consumer*, alla data del 30/6/2020: valori totali e flusso annuale in € milioni.
 Fonte: dati forniti dalle piattaforme

Immagine 17: Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F. Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting*; pag. 43.

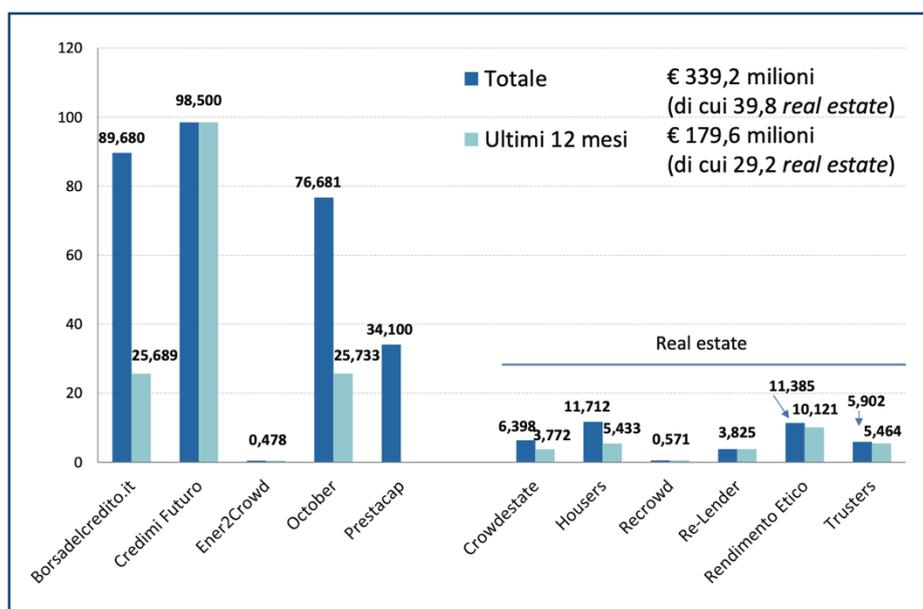


Figura 3.4
 Ammontare dei prestiti erogati dalle piattaforme di *lending crowdfunding* italiane attive nell'ambito *business*, alla data del 30/6/2020: valori totali e flusso annuale in milioni di euro.
 Fonte: dati forniti dalle piattaforme

Immagine 18: Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F., Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting*; pag. 47.

Tabella 3.1
I portali di *lending crowdfunding* italiani attivi alla data del 30/6/2020

(*) = raccolta via *web* al momento non attiva in Italia

Sito web	Società gestore	Qualifica	Target
BorsadelCredito.it	Business Innovation Lab SpA / Mo.Net SpA / Art SGR SpA	Istituto di pagamento / Società di Gestione del Risparmio	Business
Bridgeasset.it	Bridge Real Estate Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business (immobiliare)
Credimi.com/futuro (*)	Credimi SpA	Intermediario fin. ex art. 106 TUB	Business
Ener2crowd.com	Ener2crowd Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business (energia)
Motusquo.it	Motusquo.it / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Consumer
Prestiamoci.it	Prestiamoci SpA / Pitupay SpA	Intermediario fin. ex art. 106 TUB / Istituto di pagamento	Consumer
Recrowd.com	Recrowd Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business (immobiliare)
Relender.eu	RE-Lender SpA / Pay Area (MytripleA Finanziación PFP SL)	Agente istituto di pagamento	Business (immobiliare)
Rendimentoetico.it	Rendimento etico Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business (immobiliare)
Smartika.it	Smartika SpA	Istituto di pagamento	Consumer
Soisy.it	Soisy SpA	Istituto di pagamento	Consumer
Trusters.it	Trusters Srl / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business (immobiliare)

Fonte Immagine 19:

Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F., Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting*; pag. 40.

Sito web	Società gestore	Qualifica	Target
Blender.loans	BLENDER Global / UAB BLENDER Lithuania	Istituto di pagamento	Consumer
Crowdstate.eu/it/home	Crowdstate AS	Istituto di pagamento	Business (immobiliare)
Housers.com/it	Housers Global Properties PFP SL / Lemon Way SA	Agente istituto di pagamento	Business (immobiliare)
It.october.eu	October Italia srl / October SA	Agente istituto di pagamento	Business
It.younited-credit.com (*)	Younited SA	Istituto bancario	Consumer

Tabella 3.2

I portali di *lending crowdfunding* esteri attivi sul mercato italiano alla data del 30/6/2020

(*) = raccolta via *web* al momento non attiva in Italia

Immagine 20:

Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F., Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting*; pag. 41.

Rispetto a quanto esposto c'è chi ritiene che le prospettive del *lending crowdfunding* siano promettenti, di un'innovazione di portata così ampia tale per cui da ritenere la previsione di un cambiamento radicale rispetto al modo in cui vengono finanziate famiglie e PMI; altri operatori, invece, ritengono che il *lending crowdfunding* rimarrà un fenomeno di nicchia e non produrrà effetti rilevanti né sul mondo bancario né su quello finanziario in generale¹⁴⁸.

¹⁴⁸ BOFONDI, *Il Lending-Based Crowdfunding: Opportunità e Rischi (Occasional Papers)*, in BANCA D'ITALIA, *Questioni Di Economia e Finanza*, 2017, fasc. 375, p. 21.

4. LA VALUTAZIONE DEL *LENDING CROWDFUNDING* COME STRUMENTO ALTERNATIVO AL CREDITO TRADIZIONALE

SOMMARIO: 4.1 Il valore aggiunto del *lending crowdfunding* – 4.2 Analisi dei rischi, valutazione delle opportunità – 4.3 La collocazione degli *incumbents* nel contesto *FinTech* del credito – 4.4 Strumenti di finanza alternativa a confronto – 4.5 Valutazione dello strumento nella gestione dell’equilibrio finanziario aziendale – 4.6 Il *lending crowdfunding* nello scenario specifico del Covid-19.

4.1. Il valore aggiunto del *lending crowdfunding*

Nell’ambito della valutazione del *lending crowdfunding* come strumento alternativo al credito tradizionale si possono individuare diversi fattori critici di successo che hanno permesso a tale mezzo di affiancarsi allo scenario tradizionale.

Il connotato distintivo dell’innovazione rappresenta uno degli elementi essenziali: la flessibilità dello strumento ed il coinvolgimento della comunità permettono al *lending crowdfunding* di perseguire una sorta di “democratizzazione della finanza” in quanto, attraverso le piattaforme, vengono raggiunti molti più soggetti potenzialmente appetibili al ruolo di prestatori di fondi rispetto a quanto avrebbe potuto realizzarsi nello scenario tradizionale. Nell’estremizzazione di suddetto concetto, vi è chi sostiene che questo sia “*un caso in cui la tecnologia applicata alla finanza non si limita a rendere più veloci ed economiche le parti dell’attività di intermediazione [...] ma pone in essere le condizioni per sostituire e rendere superfluo l’intermediario tradizionale*”¹⁴⁹, non solo nell’ambito di un’ottica di puro investimento, bensì anche in quella di un’allocazione ottimale delle risorse e questo concetto risulta essere vero sia per il segmento *business* che per quello *retail*.

Se, invero, si vogliono valutare gli aspetti preminenti in ambito puramente aziendale, si possono individuare ulteriori fattori critici, quali il giudizio preventivo della *crowd* sul progetto

¹⁴⁹ BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell’intermediazione creditizia*, in PARACAMPO (a cura di), *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, 2017, p. 167.

presentato (sebbene siffatto fattore critico non sia proprio del *lending* ma riconducibile al suo genere di appartenenza) e la possibilità di realizzazione di una immagine imprenditoriale positiva ricollegabile al progetto e alla relativa approvazione reputazionale. Ancora, lo strumento del *lending crowdfunding* risulta essere coadiuvante nella gestione dell'equilibrio finanziario delle piccole-medie imprese e anzi rappresenta un valido mezzo di accesso al credito, caratterizzato da maggiore accessibilità e velocità rispetto al canale bancario tradizionale. Secondo alcune ricerche¹⁵⁰, il 70% delle imprese *FinTech* italiane specializzate nell'ambito *lending* si è posto come *target* di clientela, nell'anno 2019, il comparto delle PMI e questo, come si evince dal rapporto, è principalmente dovuto alle difficoltà riscontrate in ambito di finanziamento del capitale circolante netto o in sede di investimenti in nuovi *assets* o in ricerca e sviluppo.

Un ulteriore aspetto rinvia nella valutazione dei tassi di rendimento e nel costo dell'operazione: sebbene nella maggioranza dei casi non vi siano molte garanzie poste a tutela del consumatore, in quanto la piattaforma non assume il rischio di credito, si deve tenere in considerazione che il rendimento per l'investitore è caratterizzato da un tasso di interesse più elevato, dovuto al maggior rischio sostenuto, mentre il costo del debito per il prenditore di fondi si dimostra inferiore se confrontato al canale tradizionale e questo è dovuto principalmente alla riduzione dei costi di intermediazione e di gestione dei rimborsi della piattaforma nonché alla mancanza di spese di mantenimento delle filiali che quest'ultima non sostiene.

Contrapposta all'enunciazione precedente, la tesi secondo la quale il *lending crowdfunding* non dovrebbe essere considerato una reale alternativa al credito tradizionale sostiene la causa della modalità di calcolo del merito creditizio richiesto dalle piattaforme, che non presenta caratteristiche equivalenti a quelle richieste dai canali tradizionali; in questo caso, l'individuazione del valore aggiunto dello strumento si dovrebbe maggiormente riconoscere nella migliore convenienza economica per gli investitori e per i richiedenti il finanziamento¹⁵¹ piuttosto che nella risoluzione delle difficoltà derivanti dal fenomeno del *credit crunch*.

In entrambi i casi, sia in termini di minori esborsi monetari in relazione al costo del debito da sostenere ovvero nella vera e propria disponibilità di fondi non altrimenti accessibili, lo strumento mostra la sua efficacia ai fini del generale sostentamento delle risorse finanziarie aziendali o familiari.

¹⁵⁰ OSSERVATORIO FINTECH PWC ITALIA. *FinTech Calls for Fuel. To Exploit a Great, Maturing and Increasing Potential*. Milano, 2020, pp. 30.

¹⁵¹ BANI, *op. cit.*, p. 167.

4.2. Analisi dei rischi, valutazione delle opportunità

Se da un lato la flessibilità e la versatilità dello strumento rappresentino caratteristiche positive del *lending crowdfunding*, è anche vero che, ai fini di una valutazione esaustiva, si rende necessaria una verifica rispetto alla sussistenza di eventuali rischi che le parti del contratto potrebbero rilevare. Alcuni possono essere rinvenuti nel generale contesto del *crowdfunding*, altri fanno invece riferimento nello specifico al segmento del *lending*.

Innanzitutto, l'assenza di una regolamentazione puntuale, sia a livello nazionale che a livello europeo, costringe gli operatori economici ad operare in un contesto instabile, soggetto a possibili future restrizioni o modificazioni che potrebbero compromettere le fattezze di un *business model* già consolidato nel tempo. Oltre a ciò, l'impatto regolamentare potrebbe comportare conseguenze in termini di concorrenza, soprattutto nel caso in cui si renda necessaria la soddisfazione di requisiti che potrebbero essere non facilmente realizzabili dall'intera platea di gestori delle piattaforme. La mancanza di un impianto regolamentare predispone, inoltre, un terreno fertile a situazioni di conflitti d'interesse e giochi d'agenzia, nei casi in cui il gestore della piattaforma si adoperi di asimmetrie informative nei confronti delle altre parti contraenti per raggiungere posizioni per sé vantaggiose. In questi casi, l'unico deterrente che potrebbe sostenere un comportamento corretto della piattaforma si concretizza nell'aspetto reputazionale che verrebbe danneggiato in caso di comportamenti tali da suscitare un'opinione pubblica negativa.

Dal punto di vista della clientela, oltre alla possibilità di comportamenti scorretti da parte delle imprese *FinTech*, è naturale il sostenimento del generale rischio di credito dell'operazione. Tale elemento è gravato da diversi fattori, quali la dipendenza della decisione di prestito basata esclusivamente sull'analisi svolta in autonomia dalla piattaforma e la possibile mancanza di competenze specifiche in ambito finanziario da parte degli operatori, soprattutto per quanto concerne la diversificazione del portafoglio e la gestione del rischio per l'investitore ma anche la definizione del costo del debito per il richiedente i fondi. La mancata diversificazione potrebbe essere causata dalla scelta di finanziamento verso un numero ristretto di progetti ma anche dall'utilizzo di una singola o di un numero limitato di piattaforme rispetto alla platea delle fruibili. Ulteriormente a ciò, l'investitore potrebbe non essere in grado di valutare se l'impegno dei propri capitali sia tale da creare possibili complicanze nella gestione della propria liquidità, in quanto, almeno per il momento, non si riscontra la possibilità di smobilizzare in via anticipata il credito concesso.

Per i gestori delle piattaforme, invero, oltre ai rischi operativi relativamente agli aspetti di *cybersecurity* o di inadeguatezza degli algoritmi, si rinvengono criticità in ambito di *credit-*

scoring: una valutazione errata da parte della piattaforma rispetto alla capacità di rimborso del credito del richiedente potrebbe avere conseguenze sia in ambito reputazionale, sia concretamente sulla redditività della piattaforma o sulla gestione finanziaria se quest'ultima opera attraverso *business model* che prevedono l'erogazione diretta del credito. Oltre a ciò, le piattaforme potrebbero essere utilizzate per condurre attività di riciclaggio del denaro o utilizzo ai fini di terrorismo nel caso in cui l'identità degli operatori non sia stata adeguatamente verificata.

Come si denota dall'analisi, le valutazioni appena esposte potrebbero portare l'operatore economico a preferire strumenti di tipo tradizionale ovvero rivolgersi al canale bancario; una circostanza di tal genere potrebbe non trovare riscontro positivo nei casi in cui l'operatore economico non raggiunga i requisiti patrimoniali e finanziari richiesti in ambito bancario ed è proprio in tale caso che le soluzioni di finanza alternativa costituirebbero una valida soluzione per l'operatore stesso¹⁵². A tal proposito si desume come anche il Legislatore nazionale sia favorevole verso l'integrazione dello strumento nell'ambito dei finanziamenti, in questo caso al settore specifico alle PMI, nonostante le rischiosità in essere. Con il Decreto-legge 34/2019, convertito in Legge 58/2019, il cosiddetto "Decreto Crescita" ha previsto l'istituzione di un Fondo di garanzia per la copertura di singoli finanziamenti e portafogli di finanziamenti fino a cinque milioni di euro e di durata fino a trent'anni nel caso di utilizzo del credito, da parte di PMI, in investimenti di lungo periodo. In particolare, all'articolo 18 del testo normativo si assume che l'estensione del Fondo è prevista anche in favore dei soggetti che finanziano, per il tramite di piattaforme di *social lending* e di *crowdfunding*, progetti di investimento realizzati da piccole e medie imprese e "la relazione illustrativa spiega che entrambi i predetti strumenti rappresentano opzioni molto spesso utilizzate nell'attuale scenario"¹⁵³, facendo riferimento alla difficoltà per tali imprese di accedere alle forme di credito tradizionale. Ad ogni modo, le piattaforme dovranno essere preventivamente accreditate da un'apposita valutazione effettuata dal Consiglio di gestione del fondo, requisito richiesto, molto plausibilmente, in virtù di un controllo sulla bontà dell'operato della piattaforma stessa¹⁵⁴.

¹⁵² Un recente studio, condotto in ambito statunitense, ha infatti dimostrato come le piattaforme di *lending crowdfunding* abbiano sostituito le banche nelle aree più colpite dalla crisi finanziaria, mentre nelle zone in cui si riscontrava una concentrazione maggiore di filiali bancarie il fenomeno *lending* non si sia sviluppato. Si veda a tal proposito: HAVRYLCHYK e VERDIER. *The Financial Intermediation Role of the P2P Lending Platforms, in Comparative Economic Studies. Comparative Economic Studies*, 2018, pp. 115 ss.

Disponibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3162044#:~:text=P2P%20lending%20platforms%20perform%20the,perform%20risk%20and%20maturity%20transformation.

¹⁵³ SACRESTANO, *Credito più facile, anche con il social lending*, in *IlSole24ORE*, 24 luglio 2019, articolo web disponibile al sito: <https://www.quotidiano.ilsole24ore.com/?canale=ITPROF2WEB&testata=S24&issue=20190724&edizione=TABLOID&startpage=3&displ>.

¹⁵⁴ Banca Desio e Credimi, quest'ultimo gestore *online* di piattaforma, hanno recentemente siglato un accordo per l'erogazione di finanziamenti coperti dal Fondo di Garanzia attraverso la piattaforma online. L'obiettivo è quello di erogare finanziamenti in un arco di tempo di due settimane dalla richiesta iniziale, per fronteggiare la crisi di

4.3. La collocazione degli *incumbents* nel contesto *FinTech* del credito

Con il termine “*incumbents*” si fa riferimento, in ambito economico, all’insieme delle imprese che sono operanti all’interno del contesto di mercato e che si pongono l’obiettivo di circoscrivere l’ingresso di potenziali nuovi entranti ovvero di nuovi concorrenti.

Nel contesto del *lending crowdfunding* la qualifica di *incumbents* può essere attribuita alle banche tradizionali, imprese del settore che tra i vari servizi offerti offrono anche il servizio di credito.

Secondo alcuni esponenti dell’Associazione dei Docenti di economia degli Intermediari e dei mercati finanziari e finanza d’impresa, in relazione con la Banca d’Italia, vi è la consapevolezza, da parte degli *incumbents*, di doversi adattare al contesto di mercato in mutamento. Le strategie adottate si configurano secondo intensità e modalità differenti: si riscontrano, infatti, lo sviluppo di diversi servizi di piattaforma che comportano la gestione integrata di processi e servizi bancari aperti a più operatori in ottica “multicanale”, fenomeno d’altra parte già sperimentato in altri settori; ancora, vi sono casi di acquisizioni o alleanze tra intermediari bancari e realtà *FinTech* fino alla nascita di banche completamente digitali (definite *pure digital*), prive di una rete di filiali e con strutture di costo estremamente contenute¹⁵⁵. Più che l’assunzione di un atteggiamento antagonista, quello assunto dagli *incumbents*, che perciò non si possono effettivamente definire tali, sembra essere in linea con lo sviluppo di *partnership* e *collaborazioni*, o *integrazioni verticali*. A tal proposito, nel mercato attuale, si presentano alcuni modelli di collaborazioni tra imprese *FinTech* e banche. Un primo modello si sviluppa seguendo l’approccio “*sandbox*” in cui le banche concedono le proprie infrastrutture in utilizzo alle imprese *FinTech* per lo sviluppo di un nuovo prodotto, in un’ottica innovativa; similmente si presta l’*hackathon*, ovvero degli eventi temporanei in cui le imprese *FinTech* sono chiamate a risolvere sfide tecnologiche, chiaramente nel loro ambito di competenza, ottenendo come remunerazione l’accesso alle infrastrutture bancarie. Diversamente si presenta il modello di *start-up corporate accelerator*, in cui le imprese *FinTech* hanno già avuto modo di sviluppare una propria applicazione, la quale viene presentata

liquidità dovuta all’emergenza Covid-19. L’offerta è rivolta a PMI con meno di cinquecento addetti e ricavi di almeno centomila euro. Per un approfondimento si veda MENEGHELLO, *Banca Desio e Credimi, liquidità per PMI in un click*, in *IlSole24ORE*, 16 giugno 2020, p. 22.

¹⁵⁵ BARBAGALLO, *Fintech: Ruolo Dell’Autorità Di Vigilanza in Un Mercato Che Cambia. Intervento Del Capo Del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria Della Banca d’Italia. Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d’impresa - Convegno invernale*, 2019, p.7. Disponibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2019/barbagallo-08.02.2019.pdf>

e valutata dalla banca che si riserva la possibilità di stringere veri e propri accordi legali per eventuali fruizioni dell'applicazione stessa.

Modelli alternativi si configurano in ambito di *M&A*, ovvero di acquisizioni o fusioni tra banche e gestori di piattaforme, oppure attraverso operazioni di *joint-venture* o *venture capital*. Le *joint-venture* costituiscono la forma più utilizzata di collaborazione in quanto questa permette alla banca di destinare una somma dedicata di fondi, di operare attraverso un marchio distinto e di acquisire nuove competenze dalla relazione istaurata; nel caso di *venture capital*, invece, la banca sottoscrive parte delle partecipazioni nella società innovativa allo scopo di garantirsi un accesso privilegiato alle nuove innovazioni.

In via residuale, le banche possono sviluppare la propria piattaforma, proponendola in modo indipendente sul mercato. C'è chi ritiene, infatti, che suddetta modalità di approccio in forma autonoma sia giustificata dall'entità minima di esternalità negative per la banca, data la mancanza di una disciplina obbligatoria di vigilanza e dei relativi costi da sostenere; inoltre, la recente regolamentazione¹⁵⁶ non fissa un limite massimo per la raccolta dei capitali tramite portali *online*, se effettuata da banche, e questo potrebbe da un lato favorire gli *incumbents* mentre dall'altro potrebbe ostacolare lo sviluppo delle *FinTech* non qualificate come banche¹⁵⁷. Contrariamente a ciò, altri sostengono che le collaborazioni con imprese *FinTech* costituiscono per le banche una risposta efficace all'avvento delle *BigTech*¹⁵⁸, imprese che non operano nel settore finanziario ma che sono fortemente presenti sul *web*, a livello internazionale; tali società hanno recentemente adottato strategie di crescita basate sull'espansione delle proprie attività anche nel campo finanziario, in particolare in quello dei finanziamenti¹⁵⁹.

Attualmente, il fenomeno si presenta estremamente recente per poter delineare quale sia lo scenario futuro più probabile. Le aspettative si rivolgono in tre possibili direzioni: la maggiore collaborazione tra banche e imprese *FinTech*, secondo i modelli summenzionati, una disgregazione della catena del valore delle banche con conseguenze negative in termini di redditività e fatturato, o, estremizzando, il completo spiazzamento delle imprese bancarie

¹⁵⁶ Si fa riferimento al Provvedimento della Banca d'Italia sulla raccolta del risparmio non bancaria, Sezione IX dedicata al *lending crowdfunding*. Per approfondire il tema si veda *infra* § 3.5.1.

¹⁵⁷ MORSELLI, *Peer-to-peer lending, questioni aperte*, in *DIRITTO24 - IlSole24ORE*, articolo *web* del 9 dicembre 2019. Disponibile al sito: <https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-12-09/peer-to-peer-lending-questioni-aperte-105907.php>

¹⁵⁸ LORINI, PESATI, QUADRELLI e UTTINI, *Piccole FinTech crescono con "intelligenza"*. Osservatorio *FinTech PwC Italia 2019, 2019*, p. 12. Disponibile al sito: <https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/PwC-FinTech.pdf>.

¹⁵⁹ A titolo esemplificativo si riporta la strategia ideata da Amazon, in collaborazione con Borsadelcredito.it: per i soli clienti *business*, è prevista la possibilità di richiedere dei finanziamenti volti all'acquisto di merci da inserire nel proprio magazzino. Il prodotto prevede l'accensione della linea di credito e il pagamento delle rate in base alle vendite. Per poter vendere i propri prodotti sul portale *online*, infatti, il cliente *business-prime* deve garantire una certa disponibilità delle merci vendute, che dipende dall'entità del proprio magazzino. Questa condizione imposta al venditore permette ad Amazon di garantire il primato in termini di consegna e disponibilità della merce.

dovuto all'inclusione, da parte delle *BigTech*, delle *start-up* e delle imprese *FinTech* attualmente presenti. Sembrerebbe che la prima casistica sia attualmente quella più plausibile, tesi che trova conferma anche nell'indagine generale sulle modalità di interazione tra intermediari bancari e imprese *FinTech*, condotta dalla Banca d'Italia¹⁶⁰, di cui si riporta l'immagine in calce.

Tavola 1

MODALITÀ DI INTERAZIONE TRA INTERMEDIARI E IMPRESE FINTECH					
<i>(unità e migliaia di euro)</i>					
Acquisizione	Partnership	Incubatori, Acceleratori, Distretti	Altro	Investimento In milioni di euro	Numero intermediari
•	•	•	•	42.567	3
•	•			6.228	7
•		•		-	1
•				20.910	4
	•	•		5.561	11
	•			17.476	42
		•		552	5
			•	58	7

Immagine 21: Banca d'Italia (2020). *Indagine FinTech sul sistema finanziario italiano*; pag. 10.

4.4. Strumenti di finanza alternativa a confronto

La recente crisi economica e finanziaria ha favorito la nascita di diverse forme di intermediazione tra domanda e offerta del credito che possono essere accostate, nell'ambito di una valutazione di tipo generale, al *lending crowdfunding*.

Nell'ambito dei finanziamenti tra privati l'alternativa per il richiedente i fondi si sostanzia essenzialmente nella scelta tra canale bancario e *peer-to-peer lending*, mentre più ampia e complessa si mostra la molteplicità di possibili soluzioni in ambito aziendale. Se l'obiettivo dell'impresa è quello di ottenere liquidità, senza entrare nel merito della motivazione, si possono individuare altri strumenti nell'ambito della finanza alternativa, quali l'*equity crowdfunding*, l'*invoice trading*, i *minibond* e il *direct lending*.

¹⁶⁰ BANCA D'ITALIA, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*, 2019, pp. 10 ss. Disponibile al sito: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-bancheint/Allegato_2_Indagine_Fintech.pdf.

L'aspetto essenziale per l'individuazione della motivazione per cui un'azienda dovrebbe scegliere uno strumento anziché un altro si individua nella valutazione generale di diversi aspetti, quali il motivo per cui la società necessita di liquidità, il grado di complessità della struttura aziendale, la capacità di sostenere il costo del credito ed il grado di autonomia che l'azienda vuole mantenere.

Nell'ambito delle attività che ammettono operazioni sul capitale sociale della società, la possibile alternativa al *lending crowdfunding*, nel caso in cui l'azienda abbia necessità di fondi, si ricollega comunque al genere *crowdfunding*, ma nella sua forma "*equity*". In questo caso, l'azienda presenterà, molto presumibilmente, una struttura aziendale primordiale, e questo è il classico caso delle *start-up* alla ricerca di fondi per lo sviluppo della propria idea innovativa, oppure una struttura non troppo complessa, nel caso di PMI. La possibilità di raccolta *online* di capitale sociale è stata implementata grazie all'estensione della disciplina degli aumenti di capitale sociale, prima riservata solo alle cosiddette *start-up innovative*, poi estesa a tutte le PMI¹⁶¹. Questa forma presuppone che le necessità aziendali si trovino in linea con la normativa *ad hoc* prevista dal Legislatore nazionale: a titolo esemplificativo, la campagna non può raccogliere oltre gli otto milioni di euro e il cinque percento (o tre percento a seconda dei casi) degli investitori deve qualificarsi come investitore professionale. Ulteriormente, nel caso dell'*equity crowdfunding*, le azioni dell'investitore saranno incentivate dal suo giudizio soggettivo nei confronti del progetto, mostrando volontà e interesse nel sostenerlo, a differenza del *lending crowdfunding*, dove l'investitore è mosso principalmente da obiettivi di tipo remuneratorio. Ad ogni modo, questa forma è caratterizzata da una diminuzione del potere decisionale dei soggetti promotori e da un grado di rischiosità dell'investimento maggiori rispetto al *lending crowdfunding*, data l'attività di partecipazione al capitale sociale e non al debito societario.

Entrando nel merito delle configurazioni che non coinvolgono operazioni sul capitale sociale, la forma più prossima al *lending crowdfunding* è quella dell'*invoice trading*. Le motivazioni che sostengono l'intervento degli acquirenti del credito si affiancano di molto all'ottica di investimento del prestatore di fondi. Anche dal punto di vista strutturale, le operazioni di *invoice trading* esulano dai rapporti bancari e prevedono tempi rapidi di ottenimento della liquidità, oltre alla mancanza di garanzie richieste e il venir meno delle segnalazioni presso la Centrale dei Rischi delle operazioni non conclusesi a buon fine. Questo strumento, tuttavia, viene utilizzato maggiormente in funzione di una gestione performante del capitale circolante netto e non per investimenti di lungo periodo.

¹⁶¹ A tal riguardo, si vedano art. 26 del Decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 e successiva modifica dell'art. 57 del Decreto-legge 50/2017.

Ulteriori strumenti di debito per le aziende non quotate in Borsa sono i *mini-bond*, ovvero obbligazioni o titoli di debito a medio-lungo termine. Questi strumenti sono essenzialmente destinati a piani di sviluppo oppure ad operazioni aziendali straordinarie e permettono alla società di servirsi del mercato dei capitali favorendo la propria indipendenza dal canale bancario. A differenza del *lending crowdfunding*, la sottoscrizione dell'investimento è possibile, secondo la disciplina italiana di riferimento¹⁶², esclusivamente a investitori istituzionali professionali ed altri soggetti qualificati¹⁶³, escludendo di fatto gli investitori *retail*. Inoltre, dal punto di vista degli adempimenti da assolvere, vi sono la predisposizione del *business plan* che dimostri la capacità del piano di favorire *cash flow* futuri, la certificazione del Bilancio, l'accreditamento del titolo presso un ente autorizzato¹⁶⁴, l'eventuale dematerializzazione dei titoli ai quali deve essere assegnato un codice ISIN, e la previsione statutaria, in caso di SRL, di emissione di titoli di debito, a norma dell'art. 2483 del Codice Civile. Per operazioni di questo tipo la struttura aziendale deve essere tale per cui da poter sostenere la complessità dell'emissione dei titoli ma anche i relativi costi, maggiori rispetto ad un'operazione di *lending crowdfunding*.

Menzione deve essere fatta anche di altra attività, il *direct lending*. Questa tipologia di finanziamento prevede l'erogazione diretta del credito da parte di soggetti non bancari professionali, come fondi d'investimento alternativi. Questo strumento viene solitamente richiesto a sostegno di progetti di crescita, operazioni straordinarie o ristrutturazione del debito ed è utilizzato sia da PMI che da grandi imprese. Il *direct lending* è stato inserito nell'ordinamento italiano solo nel 2016 e per questo motivo il fenomeno risulta essere ancora marginale¹⁶⁵. Secondo alcune ricerche¹⁶⁶, il *direct lending* è attualmente percepito, rispetto alle altre risorse di finanza alternativa, come uno strumento volto alla diversificazione delle fonti di finanziamento aziendale che, anche se più costoso del credito bancario, presenta le caratteristiche di rapidità di erogazione e di elevata personalizzazione tipiche del *lending crowdfunding*.

¹⁶² Decreto-legge 22 giugno 2012 n.83 "Decreto Sviluppo" e successive integrazioni e modifiche apportate dal D.L. 18 ottobre 2012 n.179 "Decreto Sviluppo Bis", dal D.L. 23 dicembre 2013 n. 145 il cosiddetto "piano "Destinazione Italia" e nel più recente D.L. 24 giugno 2014 n. 91 "Decreto Competitività".

¹⁶³ Banche, imprese di investimento, Società di Gestione del Risparmio, società di gestione armonizzate, SICAV e intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'articolo 107 del T.U.B.

¹⁶⁴ Il regolamento Consob del 18 ottobre 2019 ha ampliato la possibilità anche ai portali di *equity crowdfunding* di collocare obbligazioni emesse da PMI agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob.

¹⁶⁵ Il *direct lending*, in Italia, è stato introdotto con il Decreto-legge n. 18/2016 contenente misure urgenti in tema di banche di credito cooperativo. A seguito di quanto disposto, i Fondi di Investimento Alternativi (FIA) possono erogare credito diretto senza ricadere nella riserva a favore delle banche e degli intermediari finanziari, salvo il rispetto della disciplina indicata agli art. 46-bis seguenti del T.U.F.

¹⁶⁶ GIUDICI et al., *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano*, 2° *Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2019, pp. 41 ss.

Disponibile al sito: <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti>

Dalla appena disamina sopra esposta si possono trarre alcune conclusioni in merito allo strumento del *lending crowdfunding*. Questa tipologia si configurerebbe per un adattamento maggiore ad operazioni di sviluppo aziendale o volte alla stabilità finanziaria di breve periodo, nei casi in cui la proprietà societaria non sia favorevole all'idea di assecondare un allentamento del potere decisionale in azienda o il sostegno di operazioni troppo complesse o costose dal punto di vista della programmazione degli interventi. Ancora, ai fini di una comparazione con gli strumenti bancari a disposizione, si ritiene che il *lending crowdfunding* possa essere alternativo ad una apertura di credito o di scoperto in conto corrente, nel caso in cui l'obiettivo sia la gestione del capitale circolante, o ad una esposizione debitoria maggiormente rilevante nel caso in cui il prestito sia destinato all'acquisizione di *assets* o allo sviluppo di progetti innovativi che hanno già superato le fasi di ricerca di base e applicata e necessitano di capitali per le successive fasi di sviluppo e di avvio della produzione. Non si ritiene, dunque, che il capitale raccolto dalla *crowd* possa essere destinato ad operazioni straordinarie o di ristrutturazione del debito, per cui sono già presenti altre soluzioni nell'ambito della finanza alternativa.

4.5. Valutazione dello strumento nella gestione dell'equilibrio finanziario aziendale

La rilevanza della gestione delle finanze aziendali, secondo un approccio efficiente e funzionale, costituisce una delle attività potenzialmente migliorative del valore complessivo di un'azienda. Questa considerazione è stata recentemente supportata anche dal Legislatore italiano che, nella predisposizione del Codice della Crisi d'impresa¹⁶⁷, ha ritenuto necessario evidenziare come il monitoraggio dell'equilibrio finanziario sia rilevante per la sopravvivenza delle attività aziendali. Oltre ad essere uno strumento volto alla prevenzione di un potenziale stato di crisi o d'insolvenza, l'attività di programmazione finanziaria costituisce un preliminare efficace alla creazione di un vantaggio competitivo in termini di costo del debito, che potrebbe rivelarsi di entità maggiore nel caso di diminuzione del fabbisogno finanziario aziendale in conseguenza ad una gestione performante delle risorse monetarie.

Il fabbisogno finanziario aziendale può generarsi in tre diversi ambiti, quali la gestione operativa, la gestione relativa agli investimenti e la gestione relativa ai finanziamenti. Nel primo caso, il fabbisogno potrebbe prodursi a seguito di variazioni del capitale circolante netto

¹⁶⁷ Decreto legislativo n. 14 del 12/01/2019. Tale disciplina è finalizzata all'aumento dell'efficacia delle procedure di ristrutturazione preventiva dell'impresa che versi in uno stato di crisi, attraverso adeguati assetti organizzativi, contabili ed amministrativi. La normativa ha recentemente subito il differimento del termine dell'entrata in vigore (dal 15 agosto 2020 al 1° settembre 2021) dovuto all'emergenza sanitaria causata da Covid-19.

operativo, ovvero dell'entità di crediti e debiti commerciali e delle rimanenze: suddetti valori dipendono dalla gestione del ciclo monetario aziendale, che solitamente non coincide con il ciclo economico in quanto nelle condizioni di vendita e/o acquisto sono spesso previste dilazioni dei termini di pagamento. Nel caso del magazzino, invece, vengono impiegate risorse finanziarie che vedranno la realizzazione in esercizi futuri, e di conseguenza anche la manifestazione finanziaria. Queste asincronie, se non ben programmate e valutate, potrebbero causare problemi di liquidità. Negli altri due casi, invece, il fabbisogno finanziario potrebbe essere dovuto all'acquisto di beni strumentali all'esercizio dell'impresa o al sostenimento dei costi del debito contratto.

Le variazioni che emergono dalla somma delle entrate e delle uscite monetarie producono circostanze tali per cui l'azienda può trovarsi, alternativamente, in uno stato di *surplus* o di *deficit* finanziario. Sebbene la programmazione finanziaria possa considerarsi un ottimo strumento per la gestione del fabbisogno finanziario, questa non sempre può qualificarsi come un mezzo sufficientemente compensativo e per questo motivo le oscillazioni vengono ripianate attraverso l'utilizzo di forme di credito bancario o non bancario.

Ancorché l'accesso al credito si dimostri strategico nella gestione aziendale in tal senso, la recente crisi finanziaria, oltre i limiti legali e quelli riconducibili alla valutazione del merito creditizio e alla strategia di affidamento delle banche¹⁶⁸, ne ha limitato la possibilità di utilizzo. Un'indagine condotta su un campione di mille aziende dal Ministero dello Sviluppo Economico nel 2014 ha confermato una situazione *“nel complesso sfavorevole in cui versano le imprese italiane riguardo sia alle condizioni di liquidità che di accesso al credito; in particolar modo il 39% delle imprese considera insufficiente la propria posizione di liquidità”* e ancora *“tra i fattori esterni che incidono maggiormente sulla capacità competitiva aziendale emergono [...] barriere all'accesso al credito a breve e a medio termine di cui il 43,4% risulta particolarmente rilevante per le micro imprese”*¹⁶⁹. L'immagine sottostante riporta la sintesi dei dati raccolti rispetto al quesito: *“Quali sono i fattori che influiscono negativamente sulla competitività aziendale?”*.

¹⁶⁸ FOGLIATA e SOLDI, *Le soluzioni fintech per ottimizzare la gestione del circolante e della tesoreria*, in IPSOA, *AMMINISTRAZIONE & FINANZA*, 2019, X, p. 6.

¹⁶⁹ MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO (Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le Piccole e Medie Imprese), *Indagine sulle micro, piccole e medie imprese: sintesi dei principali risultati*, 2014, pp. 8 e 14. Disponibile al sito: https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/sintesindagine_micro_piccole_medie_impreseluglio2014.pdf.



Immagine 21: Ministero Dello Sviluppo Economico (2014). *Indagine sulle micro, piccole e medie imprese: sintesi dei principali risultati*; pag. 8.

Le criticità emerse in capo alle PMI si riscontrano ulteriormente nei periodi successivi all'anno 2014, sia in termini di dilatazione del ciclo monetario che di capacità di accesso a forme di credito bancario. Il *lending crowdfunding*, in questo contesto, può costituire un ampliamento al ventaglio delle soluzioni finanziarie ma, tra le altre, ha le potenzialità per configurarsi come una delle scelte più performanti¹⁷⁰. In tal senso, i connotati di velocità, accessibilità, personalizzazione e dinamicità di cui si è ampiamente già discusso in precedenza, possono costituire una soluzione nell'ambito della gestione del fabbisogno finanziario dovuto alle variazioni temporanee del capitale circolante netto operativo o in sede di sostegno alla spesa per investimenti.

4.6. Il *lending crowdfunding* nello scenario specifico del COVID-19

La crisi di liquidità, causata dal diffondersi del virus Covid-19 a livello globale, non è da ritenersi riconducibile alla normale attività aziendale e alla gestione delle risorse finanziarie; al contrario, la portata dell'accaduto ne permette una qualificazione in senso strutturale. Il ciclo monetario aziendale, più che subire un allentamento in termini di durata, ha dovuto sostenere *deficit* finanziari strutturati, causati, in un primo momento, dal blocco totale delle attività (c.d. *lockdown*), e successivamente, dalla progressiva riduzione delle risorse monetarie aziendali dovuta essenzialmente al generale peggioramento del contesto economico. La riduzione dei

¹⁷⁰ FOGLIATA e SOLDI, *op. cit.*, p. 16.

consumi, degli investimenti e del saldo della bilancia commerciale¹⁷¹ hanno avuto un impatto negativo in termini di reddito nazionale, sebbene questo sia stato e continui ad essere sostenuto dagli interventi di spesa pubblica attuati dal Governo.

Nell'attuale scenario macroeconomico, di cui ancora non si conoscono con certezza le previsioni future, emerge l'interesse generale dei clienti bancari di rivolgersi a soluzioni *FinTech* per le proprie attività che coinvolgono servizi di pagamento, aperture di credito e servizi finanziari in generale. Secondo la rielaborazione del rapporto Capgemini¹⁷² effettuata dal quotidiano economico-giuridico *IlSole24ore* in merito all'aumento della richiesta di servizi *FinTech* durante il periodo di emergenza, emerge come la propulsione generata dalla tecnologia disponibile, soprattutto durante la fase di *lockdown*, abbia spinto la clientela ad una maggiore adozione di servizi digitali ed informatici per una percentuale incrementale pari al 30%¹⁷³. La spinta all'innovazione è essenzialmente causata, secondo il rapporto, da esperienze negative con la propria banca e dall'impossibilità di spostamento fisico presso le filiali.

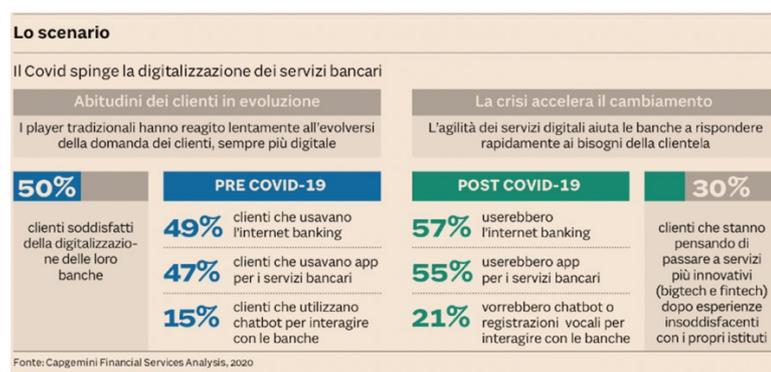


Immagine 22: FINIZIO (15 giugno 2020). *Il boom dei techno clienti spinge le banche alla rincorsa digitale*, in *IlSole24ORE*; pag. 8.

Ancora, secondo un ulteriore rapporto di Unioncamere-ANPAL¹⁷⁴, prodotto sull'elaborazione dei dati del Sistema informativo *Excelsior*, vi sono il 58,4% delle imprese che prevedono situazioni di crisi di liquidità nel futuro. L'esito della ricerca si basa essenzialmente sull'incertezza dei tempi di recupero della crisi di domanda provocata dalla pandemia e sulle diffuse criticità dei mercati globali che fanno temere l'impossibilità di generare flussi di cassa

¹⁷¹ Il termine *bilancia commerciale* indica la differenza tra il valore delle merci all'esportazione e all'importazione rispettivamente in uscita e in entrata da determinato Paese. Le conseguenze di un saldo positivo, ovvero in cui le esportazioni superano le importazioni, producono un ingresso di capitale monetario nel Paese in oggetto con conseguenze positive nella determinazione del reddito nazionale complessivo.

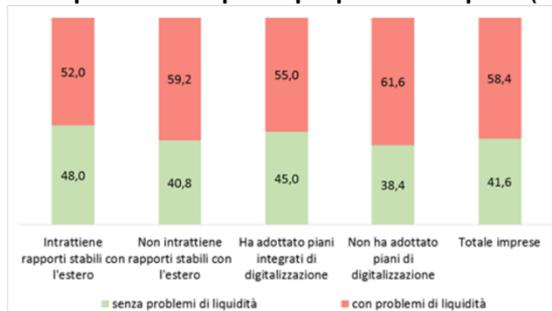
¹⁷² CAPGEMINI e EFMA, *World Retail Banking Report 2020*, 2020, pp. 25 ss. Disponibile al sito: <https://worldretailbankingreport.com/resources/world-retail-banking-report-2020/>

¹⁷³ FINIZIO, *Il boom dei techno clienti spinge le banche alla rincorsa digitale*, in *Il Sole24ORE*, 2020, 15 giugno, p. 8.

¹⁷⁴ UNIONCAMERE, *SEZIONE C - Le fonti di finanziamento per far fronte all'emergenza Covid-19*, in *Indagine continua Unioncamere - La domanda di lavoro delle imprese LUGLIO 2020*, 2020, pp. 55 ss. Disponibile al sito: <https://excelsior.unioncamere.net/documenti/previsionimensili/doc.php?id=4410&spec=relateditems>.

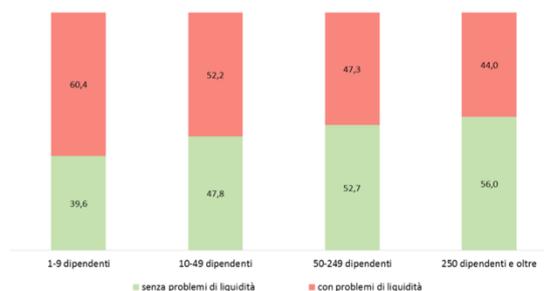
necessari a garantire l'ordinaria operatività aziendale¹⁷⁵. L'elaborato dimostra ulteriormente come i problemi di liquidità siano maggiormente riscontrabili nelle aziende con classe dimensionale inferiore (classe da uno a nove dipendenti, come da grafico sottostante).

Imprese secondo i problemi di liquidità per profilo di impresa (distribuzioni %)



Fonte: Unioncamere – ANPAL, Sistema Informativo Excelsior, 2020

Imprese secondo i problemi di liquidità per classe dimensionale (distribuzioni %)



Fonte: Unioncamere – ANPAL, Sistema Informativo Excelsior, 2020

Immagine 23: UNIONCAMERE – ANPAL (2020). *Le fonti di finanziamento per far fronte all'emergenza Covid-19*; pag. 55-56.

In questo scenario, il *FinTech* può rappresentare una risorsa per l'intero sistema Paese anche in termini di sostegno alla liquidità delle PMI¹⁷⁶. I benefici derivanti dalla liquidità messa a disposizione dei recenti provvedimenti legislativi¹⁷⁷, ma anche la necessità di un sistema di fruizione del credito agile e veloce in funzione dei tempi imposti dall'emergenza, potrebbero essere garantiti da sistemi basati sull'intelligenza artificiale che rende la valutazione del merito creditizio estremamente rapida ed efficiente, affrancati dalla lentezza dell'apparato burocratico e dal sistema strutturale bancario di tipo tradizionale¹⁷⁸. Secondo alcuni operatori del settore,

¹⁷⁵ *Comunicato stampa* del 21 agosto 2020 di Unioncamere sul rapporto Unioncamere-ANPAL di luglio 2020. Disponibile al sito: <https://www.unioncamere.gov.it/P42A4538C160S123/nel-post-covid-quasi-6-imprese-su-10-con-difficolt%EF%BF%BD-di-liquidit%EF%BF%BD.htm>

¹⁷⁶ SOLDAVINI, *Credito alle imprese rapido con algoritmi e blockchain*, in *IlSole24ORE*, 16 aprile 2020, p. 33.

¹⁷⁷ Il Decreto-legge 08 aprile 2020 n. 23 c.d. "Decreto Liquidità", contenente misure urgenti in tema di accesso al credito, individua, all'art. 13, la possibilità per le aziende di ottenere finanziamenti coperti a titolo gratuito dal Fondo di Garanzia statale. La percentuale di copertura varia a seconda delle caratteristiche del soggetto richiedente, indicate nello stesso decreto.

¹⁷⁸ SOLDAVINI, *op.cit.*, p. 33.

sebbene il compartimento italiano sia in ritardo rispetto agli altri operatori internazionali, vi sono le basi volte ad un processo di crescita esponenziale dell'innovazione grazie all'emergenza Covid-19 in atto per quanto riguarda la “domanda di credito, soprattutto da parte delle PMI, che sempre più spesso trova risposta nel mondo del FinTech”¹⁷⁹.

Riscontri positivi in questo senso si sono concretizzati nel territorio italiano ma anche all'estero, attraverso l'intervento di alcuni gestori di piattaforme di *lending-crowdfunding*, in via indipendente oppure attraverso forme di collaborazione con istituti bancari tradizionali, di cui si portano alcuni esempi. *BorsadelCredito.it* ha proposto un finanziamento a sostegno delle PMI in crisi di liquidità causata dall'emergenza Covid-19 secondo un programma denominato “Cash Anti Covid-19”, volto a finanziare le spese correnti dell'azienda, quali salari e stipendi, affitti e utenze, che potrà essere restituito a partire dalla fine del sesto mese successivo all'erogazione. L'entità del credito ammonta a cinquecentomila euro per imprese con fatturato annuo superiore a dieci milioni mentre per le altre, con fatturato inferiore a tale soglia, il credito ammonta a trecentomila euro. La piattaforma francese *October.it*, abilitata in Italia, ha previsto la possibilità per le imprese italiane idonee ad ottenere la garanzia pubblica, di rifinanziare il prestito già in corso con la stessa piattaforma, con la possibilità di ottenere un importo superiore al capitale residuo e/o di durata maggiore. Forme di collaborazione tra *FinTech* e banche tradizionali si sono concretizzate tra la piattaforma *Credimi.it*, principalmente rivolta al campo dell'*invoice trading*, e Banca Generali: l'operazione si è realizzata con un processo di cartolarizzazione ideato dalla stessa piattaforma, cui l'emissione a favore delle PMI, sottoscritta da Banca Generali per un importo pari al 90% del credito da erogare (in relazione alla copertura statale promossa dal Fondo di Garanzia) è stata poi successivamente rivolta ai propri investitori professionali mentre la differenza di dieci punti percentuali ha visto la partecipazione della Fondazione Sviluppo e Crescita Finpiemonte. Ulteriormente, anche le Camere di Commercio sono state autorizzate ad intervenire sulla liquidità delle aziende in difficoltà, “mediante l'erogazione di finanziamenti con risorse reperite avvalendosi di una piattaforma online di social lending e di crowdfunding, tenendo apposita contabilizzazione separata dei proventi conseguiti e delle corrispondenti erogazioni effettuate”¹⁸⁰. In tutti i casi indicati, la possibilità di ottenere l'erogazione del credito si dimostra in tempi brevi, per l'esito della domanda da uno a tre giorni lavorativi, per l'erogazione vera e propria dei fondi le tempistiche stimate sono di circa due settimane.

¹⁷⁹ Comunicato stampa del 1° aprile 2020 in merito alla presentazione del rapporto “*FinTech Calls for Fuel. To Exploit a Great, Maturing and Increasing Potential 2020*” dell'Osservatorio FinTech PWC Italia. Disponibile al sito: <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/cs-fintech-2020.pdf>

¹⁸⁰ Art. 125 del Decreto-legge 17 marzo 2020 n.18.

L'incremento dell'utilizzo di forme di finanza alternativa è confermato dall'indagine ISTAT condotta nei primi mesi successivi al verificarsi della pandemia: dal rapporto si evince che per quattro imprese su cinque “la crisi abbia comportato una modifica delle abituali fonti di finanziamento per fronteggiare la crisi di liquidità” e che vi sia uno spostamento pronunciato nelle imprese dai tre ai nove addetti da forme di autofinanziamento a fonti di finanziamento esterno, con un incremento dell'uso di fonti di finanza alternativa, come si può dedurre dal grafico sottostante¹⁸¹.

Figura 1 Principali forme di finanziamento abituali e strumenti di risposta alla crisi Covid (Covid: imprese che indicano almeno una fonte di finanziamento; valori percentuali)

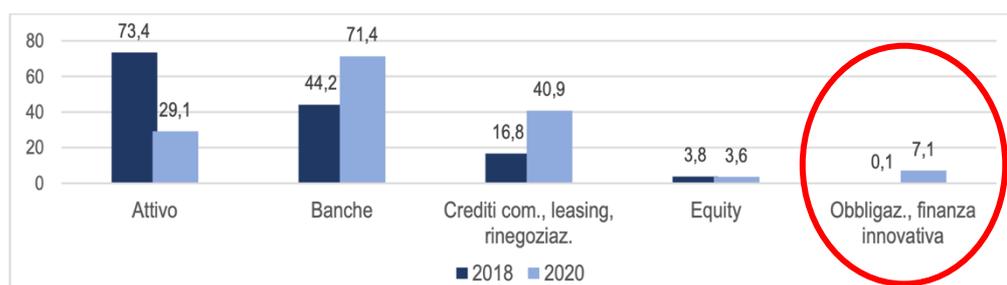


Immagine 24: ISTAT (luglio 2020). *Il finanziamento delle imprese nell'emergenza*; pag. 2.

Velocità e semplicità di utilizzo sono possibili grazie ad una utilizzazione intensa di dati, algoritmi di analisi del rischio, automazione e sistemi di riconoscimento remoto del cliente¹⁸². Nello scenario specifico del Covid-19 lo strumento del *lending crowdfunding* potrebbe quindi costituire un'efficace soluzione alternativa al credito bancario tradizionale e potrebbe sollecitare il successivo sviluppo delle infrastrutture informatiche dei *players* del mercato del credito.

Una tale propensione potrebbe, di fatto, marcare un salto qualitativo strutturale in una possibile successiva fase di consolidamento dei meccanismi che esuli dalla relazione con l'emergenza epidemiologica ma questo dipenderà, comprensibilmente, dalla propensione al dinamismo strategico-finanziario dei singoli operatori economici.

¹⁸¹ ISTAT, *Il Finanziamento delle imprese nell'emergenza*, 2020, pp. 1-3. Disponibile al sito: <https://www.istat.it/it/files//2020/07/Finanziamento-imprese-durante-emergenza-sanitaria.pdf>. La voce “obbligazioni, finanza alternativa” esposta nel grafico si compone di due componenti ovvero *minibond* e sistemi di *lending crowdfunding*.

¹⁸² MAGNA, *Un'idea per superare la crisi di cassa Covid-19: raccogliere soldi in rete col crowdlending! Perché no?*, in *Industria Italiana* (sito web), 28 aprile 2020. Disponibile al sito: <https://www.industriaitaliana.it/crisi-di-cassa-covid-19-crowdlending-prestiti-garanzia-pubblica-fintech/>.

CONCLUSIONI

Il *lending crowdfunding* si propone come uno strumento alternativo di accesso al credito all'interno di un contesto dinamico in cui la tecnologia viene applicata alla finanza¹⁸³.

In questo senso, i gestori delle piattaforme fanno convergere competenze finanziarie e tecnologiche verso obiettivi di *business* sempre più tangibili. Attraverso l'uso di nuove tecnologie si è realizzata la possibilità per il cliente di fruire di un'esperienza che più si addice a soddisfare le nuove generazioni in un mercato che richiede l'utilizzo del digitale in modo incrementale, favorendone di fatto anche l'inclusione finanziaria. Ulteriormente, il deterioramento del rapporto tra banca e cliente ha inficiato la fiducia nel sistema bancario tradizionale e ha spinto diversi operatori economici all'utilizzo di fonti di finanziamento alternative, sebbene in via complementare rispetto alle tradizionali.

I contesti giuridici nazionale ed europeo sono volti all'implementazione dell'ordinamento giuridico sebbene la velocità di produzione normativa non riesca ad eguagliare il progresso tecnologico. D'altro canto, non è chiaro se il Legislatore sia spinto dall'emergenza economica o dall'obiettivo di concedere più spazio alla cosiddetta *shadow banking*¹⁸⁴ ma rileva apertamente che un tale orientamento abbia definito un chiaro segnale nel momento in cui la possibilità di erogazione del credito, almeno sul territorio nazionale tradizionalmente oggetto di riserva a favore di banche o di altri intermediari finanziari regolati dal Testo Unico Bancario, sia stata estesa anche ad altri soggetti di entità non bancaria. Si ritiene che, sebbene vi siano profili di rischiosità non irrilevanti dello strumento, soprattutto legati all'aspetto informatico dei processi e alla mancanza di una regolamentazione adeguata, l'aumento del fenomeno *FinTech* in oggetto non debba essere percepito come fattore di spiazzamento verso l'attuale platea di operatori bancari ma invero, superata tale visione di breve periodo, dovrebbe considerarsi come un'opportunità per le banche tradizionali di attuare un processo di rinnovamento e modernizzazione evitando forme di antagonismo ma piuttosto sostenendo forme di collaborazione e *partnership* con i nuovi operatori economici.

Inoltre, se si vuole sostenere l'aspetto migliorativo dello strumento, un ampliamento della platea di potenziali soggetti che ricoprono il ruolo di prestatori di fondi potrebbe avere un impatto positivo in contesti di crisi economico-finanziaria in cui si manifestano rigidità nel

¹⁸³ ROSSI, *Fintech e regole. Considerazioni conclusive del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS all'inaugurazione del Corso di Alta Formazione per gli Amministratori e gli Organi di controllo delle imprese bancarie ABI*, Palazzo Altieri, Roma, 10 maggio 2018, p. 11. Disponibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/intervento-di-salvatore-rossi-su-fintech-e-regole/>

¹⁸⁴ BIASIN e SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, V, pp. 536 ss.

settore bancario tradizionale, in particolare causati dai sistemi di tutela imposti in ambito di *non performing loans* nel perseguimento del mantenimento dell'equilibrio finanziario a livello macroeconomico.

Tutte le considerazioni sovra esposte fanno propendere il pensiero della sottoscritta verso l'auspicio di uno scenario futuro propositivo, contraddistinto dall'obiettivo degli operatori di volgere l'utilizzo e lo sviluppo del *lending crowdfunding* verso il sostegno al mercato del credito al consumo e alle imprese, avvalorandone assiduamente ulteriori sviluppi innovativi e migliorandone i profili di rischio evidenziati.

Tutto ciò che ha valore nella società umana dipende dalle opportunità di progredire che vengono colte dall'individuo e questo, indubbiamente, ne rappresenta un tipico esempio.

INDICE FONTI FIGURE

1. Immagine 1: PWC - Osservatorio FinTech Italia. (2019). *Piccole FinTech crescono. Con «intelligenza»* (pag. 16-17);
2. Immagine 2: Schena, C., Tanda, A., Arlotta, C., & Potenza, G. (2018). Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale – CONSOB Quaderno Fintech N. 1 (pag. 22-23);
3. Immagine 3: PWC - Osservatorio FinTech Italia. (2019). *Piccole FinTech crescono. Con «intelligenza»* (pag. 12);
4. Immagine 4: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance (pag. 227);
5. Immagine 5: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance (pag. 45);
6. Immagine 6: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance (pag. 39);
7. Immagine 7: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance (pag. 74);
8. Immagine 8: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance (pag. 75);
9. Immagine 9: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance (pag. 75);

10. Immagine 10: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*. Cambridge Centre for Alternative Finance (pag. 77);
11. Immagine 11: Kirby E. e S. Worner (2014). *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast, OICV-IOSCO Staff Working. 3/2014* (pag. 17, 18 e 19);
12. Immagine 12: Y. Pierrakis e L. Collins (2013). *Crowdfunding: A new innovative model of providing funding to projects and businesses* (pag. 8, 9 e 19);
13. Immagine 13: Ziegler, T., Shneor, R., & Wenzlaff, K. (2020). *The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report - Cambridge Centre for Alternative Finance* (pag. 40).
14. Immagine 14: Osservatorio Fintech Italia PWC (2020). *FinTech Calls for Fuel. To Exploit a Great, Maturing and Increasing Potential* (pag. 66).
15. Immagine 15: Starteed (2020). *Il crowdfunding in Italia Report 2019* (pag. 20).
16. Immagine 16: Giudici G., (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting. SLIDE DI PRESENTAZIONE* (pag. 7).
17. Immagine 17: Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F. Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5°Report Italiano Sul CrowdInvesting* (pag. 43).
18. Immagine 18: Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F. Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5°Report Italiano Sul CrowdInvesting* (pag. 47).
19. Immagine 19: Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F., Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5°Report Italiano Sul CrowdInvesting* (pag. 40).

20. Immagine 20: Giudici G., Boletta F., Cattaneo D., Creta F., Damuzzo G., De Piccoli M, Frenati S., Gargiulo F., Giuffrida D., & Panchieri N. (2020). *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting* (pag. 41).
21. Immagine 21: Ministero Dello Sviluppo Economico (2014). *Indagine sulle micro, piccole e medie imprese: sintesi dei principali risultati* (pag. 8).
22. Immagine 22: FINIZIO (15 giugno 2020). *Il boom dei tecno clienti spinge le banche alla rincorsa digitale*, in *IlSole24ORE* (pag. 8).
23. Immagine 23: UNIONCAMERE – ANPAL (2020). *Le fonti di finanziamento per far fronte all'emergenza Covid-19* (pag. 55-56)
24. Immagine 24: ISTAT (luglio 2020). *Il finanziamento delle imprese nell'emergenza* (pag. 2).

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI E SITOGRAFICI

Bibliografia

ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, 2017 (9° ed.), Torino, Giappichelli Editore, pp. 95 e 98.

BALP, *P2P lending e invoice trading*, in SANDEI e CIAN (a cura di) *Diritto del Fintech*, 2020, pp. 303 ss.

BANDIERA, *Fintech e antiriciclaggio*, in PARACAMPO (a cura di) *FINTECH - Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, Giappichelli Editore, 2017, p. 259.

BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in PARACAMPO (a cura di), *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, Giappichelli Editore, 2017, p. 163, 167 e 174.

BARBAGALLO, *Fintech: Ruolo Dell'Autorità Di Vigilanza in Un Mercato Che Cambia. Intervento Del Capo Del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria Della Banca d'Italia. Associazione dei docenti di economia degli intermediari e dei mercati finanziari e finanza d'impresa - Convegno invernale*, 2019, p.7 [online]. Disponibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-vari/int-var-2019/barbagallo-08.02.2019.pdf> [data di accesso: 02/09/2020].

BIASIN e SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2016, fasc.V, pp. 536 ss.

BOFONDI, *Il Lending-Based Crowdfunding: Opportunità e Rischi (Occasional Papers)*, in BANCA D'ITALIA, *Questioni Di Economia e Finanza*, 2017, fasc. 375, pp. 6, 9 e 21 [online]. Disponibile al sito: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0375/index.html> [data di accesso: 02/09/2020].

BORELLO, *Le origini del fenomeno e la sua trasformazione*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, pp. 39 ss. [online]. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 01/09/2020].

CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2019, pp.11 e 12.

CAPGEMINI e EFMA, *World Retail Banking Report 2020*, 2020, pp. 25 ss. [online]. Disponibile al sito: <https://worldretailbankingreport.com/resources/world-retail-banking-report-2020/> [data di accesso: 01/10/2020].

CORAPI, *Regulatory Sandbox nel Fintech?*, in CORAPI e LENER (a cura di) *I diversi settori del fintech*, Padova, Cedam, 2019, p. 20.

COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, IV, 2015, p. 448.

DAVIS e MURPHY, *Peer-to-Peer Lending: Structures, risks and regulation*, in *JASSA: The Finsia Journal of Applied Finance*, 2016, III, p. 39 [online]. Disponibile al sito: <https://ssrn.com/abstract=2862252> [data di accesso: 01/10/2020].

DE LUCA e LUCIDO, *Il peer to peer lending: aspetti operativi e opportunità per aziende e investitori*, in FONDAZIONE NAZIONALE DI RICERCA DEI COMMERCIALISTI (a cura di), *Documenti di ricerca*, 2019, pp. 18 e 19 [online]. Disponibile al sito: <https://www.fondazionenazionalecommercialisti.it/node/1377> [data di accesso 27/08/2020].

FEDI, *Come ottenere risorse per i propri progetti con il crowdfunding*, in *Il Sole24ORE* (a cura di), *L'ESPERTO RISPONDE*, 2016, XVIII, p. 5.

FERRETTI, *Oltre le riserve di attività. Altre discipline potenzialmente applicabili alle piattaforme*, in CONSOB. (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 179 [online]. Disponibile al sito:

http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 25/07/2020].

FINIZIO, *Il boom dei tecno clienti spinge le banche alla rincorsa digitale*, in *Il Sole24ORE*, 2020, 15 giugno, p. 8.

FOGLIATA e SOLDI, *Le soluzioni fintech per ottimizzare la gestione del circolante e della tesoreria*, in IPSOA, *AMMINISTRAZIONE & FINANZA*, 2019, X, pp. 6 e 16.

GIUDICI, DONIZZELLI, GIUDICE, MAZZER, ROMELLINI e STRADI, *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano 4° Report italiano sul CrowdInvesting*, 2019, p.5 [online].

Disponibile al sito: <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti> [data di accesso: 26/08/2020].

GIUDICI, BARTOLUCCI, CALAMARI, CRETA, DONIZZELLI, FASCENDINI, GIUDICE, MARITANO, MAZZER e STRADI, *Osservatori Entrepreneurship & Finance del Politecnico di Milano, 2° Quaderno di Ricerca. La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 2019, pp. 17 ss. [online].

Disponibile al sito: <http://www.osservatoriominibond.it/portal/minibond/documenti> [data di accesso: 26/08/2020].

GIUDICI, BOLETTA, CATTANEO, CRETA, DAMUZZO, DE PICCOLI, FRENATI, GARGIULO, GIUFFRIDA, e PANCHIERI. *Osservatori Entrepreneurship & Finance - POLITECNICO DI MILANO 5° Report Italiano Sul CrowdInvesting*, 2020, pp. 41 ss. [online].

Disponibile al sito: <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/eventi/news-display?id=117&article=3%C2%B0%20Report%20italiano%20sul%20Crowdinvesting> [data di accesso: 26/08/2020].

GIUDICI, HADJI-MISHEVA e AHELEGBEY, *Scoring Models for P2P Lending Platforms: A Network Approach, Working Paper*, in *Physica A: Statistical Mechanics and its Applications*, Elsevier, 2019, 522, pp. 112 a 121 [online]. Disponibile al sito: https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0378437119301372?casa_token=gPYV_X76TIgAAAAA:NxDpN0zbQ0q44TbTrcKsKWAVEOdEVSQIrTo9_tbkv5xIQ9-W-U-0CNBncIjULyfumULWDGNI [data di accesso: 18/06/2020].

HAVRYLCHYK e VERDIER. *The Financial Intermediation Role of the P2P Lending Platforms*, in *Comparative Economic Studies*. *Comparative Economic Studies*, 2018, pp. 115 ss. [online]. Disponibile al sito:

https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3162044#:~:text=P2P%20lending%20platforms%20perform%20the,perform%20risk%20and%20maturity%20transformation [data di accesso: 18/06/2020].

HAZARD, SCLAVOUNIS e STIEBER, *Are transaction costs drivers of Financial Institutions? Contracts Made in Heaven, Hell, and the Cloud in Between*, in TASCA, ASTE, PELIZZON e PERONY (a cura di), *Banking Beyond Banks and Money - A Guide to Banking Services in the Twenty- First Century*, Berlin, 2016, p.221.

IOVIENO, *IL PORTALE NELL'EQUITY CROWDFUNDING. Un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Dir. Inf.*, 2016, I, p.2;

KIRBY e WORNER, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, *OICV-IOSCO Staff Working*, 2014, pp. 17 ss. [online]. Disponibile al sito: <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing- Fast.pdf> [data di accesso: 19/06/2020].

LERRO, *Osservazioni alla Proposta di Regolamento Europeo sui servizi di investment crowdfunding per il business*, 2018, pp. 6 ss. [online]. Disponibile al sito: https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/ECSP-teoria/D-Whitepaper-Crowdadvisors.pdf [data di accesso: 22/09/2020].

LIBERATORE, *Verso una disciplina della sharing economy*, in *Fiscalità e commercio internazionale*, 2017, II, p.5.

LINCIANO e SOCCORSO, *FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione*, in PARACAMPO (a cura di) *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, Giappichelli Editore, 2017, pp. 27 ss.

LORINI, PESATI, QUADRELLI e UTTINI, *Piccole FinTech crescono con "intelligenza"*. *Osservatorio FinTech Italia PWC 2019*, 2019, p. 11 a 14 [online]. Disponibile al sito:

<https://www.pwc.com/it/it/publications/assets/docs/PwC-FinTech.pdf> [data di accesso: 04/06/2020].

MACCHIAVELLO, *La presentazione dei servizi di investimento. Il marketplace lending come fonte di una nuova tipologia di strumento finanziario?*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 158, 168 e 175 [online].

Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 07/08/2020].

MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, p. 63.

MACCHIAVELLO, *Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)* in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 132 ss. [online].

Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 07/08/2020].

MACCHIAVELLO, *Prospettive di regolazione del crowdfunding a livello europeo*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 225, 243 e 244 [online]. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 07/08/2020].

MAGNA, *Un'idea per superare la crisi di cassa Covid-19: raccogliere soldi in rete col crowdlending! Perché no?*, in *Industria Italiana*, 2020, 28 aprile [online]. Disponibile al sito: <https://www.industriaitaliana.it/crisi-di-cassa-covid-19-crowdlending-prestiti-garanzia-pubblica-fintech/> [data di accesso: 09/08/2020].

MANCINI, *Il nuovo assetto normativo dei servizi di pagamento*, in *Banca impr. soc.*, 2013, I, pp. 140 e 141.

MATTASSOGLIO, *Il ruolo centrale assunto dal servizio di valutazione del merito creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending* in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, pp. 88 ss. [online].

Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 07/08/2020].

MATTASSOGLIO, *Profili giuridici del servizio di valutazione del merito creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending*, in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 197 [online].
Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 07/08/2020].

MENEGHELLO, *Banca Desio e Credimi, liquidità per PMI in un click*, in *Il Sole24ORE*, 2020, 16 giugno, p. 22.

MORSELLI, *Peer-to-peer lending, questioni aperte*, in *DIRITTO24 – Il Sole24ORE*, 2019, 9 dicembre, [articolo web online]. Disponibile al sito:
<https://www.diritto24.ilsole24ore.com/art/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2019-12-09/peer-to-peer-lending-questioni-aperte-105907.php> [data di accesso: 26/05/2020].

OSSERVATORIO FINTECH PWC ITALIA, *Comunicato stampa sul rapporto “FinTech Calls for Fuel. To Exploit a Great, Maturing and Increasing Potential 2020”*, 2020, 1° aprile [online].
Disponibile al sito: <https://www.pwc.com/it/it/press-room/assets/docs/cs-fintech-2020.pdf> [data di accesso: 04/06/2020].

OSSERVATORIO FINTECH PWC ITALIA. *FinTech Calls for Fuel. To Exploit a Great, Maturing and Increasing Potential*. Milano, 2020, pp. 66 e 67 [online]. Disponibile al sito:
<https://www.pwc.com/it/it/industries/fintech/docs/PwC-FinTech-2020.pdf> [data di accesso: 04/06/2020].

PARACAMPO, *Fintech e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in PARACAMPO (a cura di), *FINTECH Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, Giappichelli Editore, 2017, p.3.

PIANTAVIGNA, *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Rivista dir. fin.*, 2014, II, p. 264.

PIATTELLI, *IL CROWDFUNDING IN ITALIA, Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, Giappichelli Editore, 2013, p.2 e 4.

PIERRAKIS e COLLINS, *Crowdfunding: A new innovative model of providing funding to projects and businesses*, 2013, pp. 7 ss. [online]. Disponibile al sito: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2395226 [data di accesso: 17/06/2020].

PONZIANI, *Imprese Fintech e Techfin: l'impatto dei Big Data sulla libera concorrenza*, in CORAPI e LENER (a cura di) *I diversi settori del fintech*, Padova, Cedam, 2019, pp. 31 ss.

RIGHETTI e NARBONE, *LA DISCIPLINA DEL CROWDFUNDING*, in UNGDCEC, *Start up innovative e i nuovi strumenti di sviluppo e crescita: il crowdfunding*, 2016, pp. 33 ss. [online]. Disponibile al sito: <http://www.knos.it/editoriale/default.aspx?id=11519> [data di accesso: 27/08/2020].

ROSSI, *Fintech e regole. Considerazioni conclusive del Direttore Generale della Banca d'Italia e Presidente dell'IVASS all'inaugurazione del Corso di Alta Formazione per gli Amministratori e gli Organi di controllo delle imprese bancarie ABI*, Palazzo Altieri, Roma, 2018, 10 maggio, p. 11 [online]. Disponibile al sito: https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir2018/rossi_fintech_20180510.pdf [data di accesso: 30/09/2020].

SACRESTANO, *Credito più facile, anche con il social lending*, in *Il Sole24ORE*, 2019, 24 luglio, [articolo web online]. Disponibile al sito: <https://www.quotidiano.ilsole24ore.com/?canale=ITPROF2WEB&testata=S24&issue=20190724&edizione=TABLOID&startpage=3&displ> [data di accesso: 24/09/2020].

SCHENA, TANDA, ARLOTTA e POTENZA, *FinTech: definizione e linee di sviluppo*, in CONSOB (a cura di), *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi pe l'industria finanziaria nell'era del digitale*, Roma, 2018, pp. 8 e 16 [online]. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963#page=1 [data di accesso: 10/06/2020].

SCHENA, TANDA, ARLOTTA e POTENZA, *L'impatto dello sviluppo tecnologico sulle scelte strategiche degli incumbent*, in CONSOB (a cura di) *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era del digitale*, Roma, 2018, pp. 84 a 94 [online]. Disponibile al sito:

http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_1.pdf/35712ee6-1ae5-4fbc-b4ca-e45b7bf80963#page=1 [data di accesso: 10/06/2020].

SCIARRONE ALIBRANDI, *Lending marketplace e piattaforme digitali. Introduzione e struttura dell'opera* in CONSOB (a cura di), *Quaderni FinTech - Marketplace Lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, 2019, p. 14 [online]. Disponibile al sito: http://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2 [data di accesso: 07/08/2020].

SOLDAVINI, *Credito alle imprese rapido con algoritmi e blockchain*, in *Il Sole24ORE*, 2020, 16 aprile, p. 33.

STARTEED, *Il crowdfunding in Italia Report 2019, 2020*; p. 20 [online]. Disponibile al sito: <https://www.crowdfundingreport.it/> [data di accesso: 25/09/2020].

STAZI, *I multiformi approcci dei paesi dell'asia estremo-orientale e dell'Oceania alla responsabilità degli intermediari online: una panoramica comparatistica da una prospettiva occidentale*, in *Dir. inf.*, 2018, II, p. 238.

ZETZSCHE, BUCKLEY, ROSS, ARNER, e BARBERIS, *From FinTech to TechFin: The Regulatory Challenges of Data-Driven Finance*, in *European Banking Institute Working Paper Series n.6*, 2017, p.6 [online]. Disponibile ai siti: <https://ssrn.com/abstract=2959925> o <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2959925> [data di accesso: 30/06/2020].

ZIEGLER, SHNEOR, e WENZLAFF, *Cambridge Centre for Alternative Finance, The Global Alternative Finance Market Benchmarking Report. Trends, Opportunities and Challenges for Lending, Equity, and Non-Investment Alternative Finance Models*, 2017, pp. 30 ss. [online]. Disponibile al sito:

https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternativefinance/downloads/2020-04-22-ccaf-global-alternative-finance-market-benchmarking-report.pdf [data di accesso: 29/05/2020].

Sitografia

www.agenziaentrate.gov.it

www.bancaditalia.it

www.consob.it

www.crowdfundingreport.it

www.crowdfundingbuzz.it

www.diritto24.ilsole24ore.com

www.eba.europa.eu

www.esma.europa.eu

www.eurocrowd.org

www.europarl.europa.eu

www.fsb.org

www.industriaitaliana.it

www.iosco.org

www.jbs.cam.ac.uk

www.knos.it

www.istat.it

www.mise.gov.it

www.osservatoriminibond.it

www.osservatoricrowdinvesting.it

www.pwc.com

www.quotidiano.ilsole24ore.com

www.sciencedirect.com

www.unioncamere.gov.it

PRASSI

AGENZIA DELLE ENTRATE, *Risposta ad interpello del 9 giugno 2020 n. 168/E*

BANCA D'ITALIA, *Indagine Fintech nel sistema finanziario italiano*, 2019, pp. 10 ss. [online]. Disponibile al sito: https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/analisi-sistema/approfondimenti-bancheint/Allegato_2_Indagine_Fintech.pdf [data di accesso: 08/06/2020].

CAMERA DEI DEPUTATI, *Proposta di legge "Disciplina delle piattaforme digitali per la condivisione di beni e servizi e disposizioni per la promozione dell'economia della condivisione"*, n. 3564, XVII Legislatura, 27 gennaio 2016, p. 1. Disponibile al sito: <https://www.camera.it/leg17/126?idDocumento=3564> [data di accesso: 28/05/2020].

COMMISSIONE EUROPEA, *Measures to further improve the effectiveness of the fight against illegal content online*, 2018 [pagina web online]. Disponibile al sito: <https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/have-your-say/initiatives/1613-Measures-to-further-improve-the-effectiveness-of-the-fight-against-illegal-content-online> [data di accesso: 29/08/2020]

COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni in merito alla possibilità di Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, (COM/2014/0172), 2014, p. 2 [online]. Disponibile al sito: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52014DC0172> [data di accesso: 18/06/2020].

COMMISSIONE EUROPEA, *Online Platforms, Commission Staff Working Document - Accompanying the document Communication on Online Platforms and the Digital Single Market*, 2016, p.5. [online]. Disponibile al sito: <https://ec.europa.eu/digital-single-market/en/news/commission-staff-working-document-online-platforms>. [data di accesso: 18/06/2020].

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese 2018/0048*, 2018, p. 4. [online].

Disponibile al sito: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2018/IT/COM-2018-113-F1-IT-MAIN-PART-1.PDF> [data di accesso: 31/08/2020].

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion of the EBA on Lending-Based Crowdfunding*, 2015, p. 30 [online]. Disponibile al sito: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/983359/f6106173-dc94-4d22-ade8-d40fce724580/EBA-Op-2015-3%20%28EBA%20Opinion%20on%20lending%20based%20Crowdfunding%29.pdf?retry=1> [data di accesso: 18/06/2020].

EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *The Eba's fintech roadmap conclusions from the consultation on the Eba's approach to financial technology (fintech)*, 2018, p.13 [online]. Disponibile al sito: <https://eba.europa.eu/sites/default/documents/files/documents/10180/1919160/79d2cbc6-ce28-482a-9291-34cfba8e0c02/EBA%20FinTech%20Roadmap.pdf?retry=1> [data di accesso: 29/07/2020].

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, *Response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A more competitive and innovative financial sector*, 2017, p.7 [online]. Disponibile al sito: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-158-457_response_to_the_ec_consultation_on_fintech.pdf [data di accesso: 29/07/2020].

FINANCIAL STABILITY BOARD, *FinTech Credit. Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications*, 2017, pp. 15 e 16 [online]. Disponibile al sito: <https://www.fsb.org/2017/05/fintech-credit-market-structure-business-models-and-financial-stability-implications/> [data di accesso: 18/06/2020].

ISTAT, *Il Finanziamento delle imprese nell'emergenza*, 2020, pp. 1 ss. [online]. Disponibile al sito: <https://www.istat.it/it/files//2020/07/Finanziamento-imprese-durante-emergenza-sanitaria.pdf> [data di accesso: 30/09/2020].

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO (Direzione Generale per la Politica Industriale, la Competitività e le Piccole e Medie Imprese), *Indagine sulle micro, piccole e medie imprese: sintesi dei principali risultati*, 2014, pp. 8 e 14 [online]. Disponibile al sito:

https://www.mise.gov.it/images/stories/documenti/sintesindagine_micro_piccole_medie_imprese-luglio2014.pdf [data di accesso: 26/09/2020].

PARLAMENTO EUROPEO, *Relazione sulla tecnologia finanziaria: l'influenza della tecnologia sul futuro del settore finanziario* (2016/2243/INI), 2017, 28 aprile [online]. Disponibile al sito: https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0176_IT.html [data di accesso: 20/07/2020].

UNIONCAMERE, *Comunicato Stampa sul Rapporto luglio 2020*, 2020, 21 agosto [online]. Disponibile al sito: <https://www.unioncamere.gov.it/P42A4538C160S123/nel-post-covid-quasi-6-impresesu-10-con-difficolt%EF%BF%BD-di-liquidit%EF%BF%BD.htm> [data di accesso: 28/09/2020].

UNIONCAMERE, *SEZIONE C - Le fonti di finanziamento per far fronte all'emergenza Covid-19*, in *Indagine continua Unioncamere - La domanda di lavoro delle imprese LUGLIO 2020*, 2020, pp. 55 ss. [online]. Disponibile al sito: <https://excelsior.unioncamere.net/documenti/previsionimensili/doc.php?id=4410&spec=relateditems> [data di accesso: 28/09/2020].