

XI CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI DI
DIRITTO COMMERCIALE
"ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
"L'ORGANIZZAZIONE E LA RIORGANIZZAZIONE DELL'IMPRESA NEL DIRITTO INTERNO E NELLA
DIMENSIONE TRANSNAZIONALE"

Roma, 14-15 febbraio 2020

GIUSEPPE ANTONIO POLICARO

**L'organizzazione delle piattaforme di *lending-based crowdfunding* alla luce delle
modifiche apportate al Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 a seguito
dell'approvazione della delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019.**

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. *Lending based crowdfunding*: raccolta presso il pubblico e limitazioni - 3. Un mercato secondario per le partecipazioni negoziate direttamente sul portale online? - 4. La riorganizzazione dei portali di *crowdfunding* alla luce del futuro Regolamento Europeo sugli *European Crowdfunding Service Providers*. - 5. La struttura organizzativa dei portali di *lending crowdfunding* a seguito delle nuove previsioni del Regolamento *Crowdfunding*. - 6. I modelli organizzativi delle piattaforme di *lending-based crowdfunding*: quali interventi al fine di meglio tutelare i finanziatori?

1. Introduzione.

Con il termine *digital lending* si intende l'insieme delle modalità di finanziamento erogate tramite canali digitali. Lo stesso, rappresentando quindi una fonte di finanziamento innovativo in termini di schemi operativi per i prenditori di fondi - nonché un'opportunità

di diversificazione per gli investitori a tassi medi più alti rispetto a quelli di mercato - può oggi considerarsi come un sistema creditizio alternativo alle banche tradizionali.

Si osserva, infatti, come il *digital lending* rappresenti una delle categorie componenti il c.d. *FinTech*¹, ovvero, più specificamente, della sua sottocategoria *FinTech credit*², in grado di sfruttare al meglio le efficienze derivanti dal “connubio” tra finanza ed innovazione. *FinTech credit* che a sua volta sembrerebbe oggi caratterizzato - nonostante gli sviluppi continui ed incessanti del settore informatico - da tre attività principali: i) lo sconto fatture (*factoring* e *invoicing*)³, ii) i prestiti individuali, iii) i prestiti alle imprese.

Soprattutto le due ultime fattispecie richiamate - peraltro maggiormente rilevanti in termini quantitativi - sono allo stato sviluppate anche per il tramite di tecnologie *ad hoc*, tra cui *in primis* il c.d. *peer to peer lending* o *social lending*⁴. Si tratta, come è noto, di piattaforme che utilizzando sistemi informatici efficienti e *Big Data* sono in grado di porre in contatto soggetti prestatori e soggetti richiedenti credito in maniera economica - a seguito della disintermediazione che li caratterizza - e semplice. In aggiunta, tali piattaforme di *markeplace*

¹ Nonostante non sia condivisa un'unica definizione di *FinTech*, il Parlamento Europeo ha recentemente così identificato il fenomeno: «*FinTech should be understood as finance enabled by or provided via new technologies, affecting the whole financial sector, from banking to insurance, pension funds, investment advice and market infrastructures*». Cfr. European Parliament, *Draft report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector*, 2017, gennaio, 4.

² Per approfondimenti sulla nascita del termine e del fenomeno v. FINANCIAL STABILITY BOARD, *Fintech credit: Market structure, business models and financial stability implications*, 22 May 2017; Id., *Global Report on Non-Bank Financial Intermediation 2018*, 4 February 2019, 68 -72. Cfr. anche IOSCO, *Research Report on Financial Technologies*, febbraio 2017, in <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>.

³ Le imprese *FinTech* che si occupano di scontare le fatture possono essere individuate sia tra quelle che anticipano *online* le fatture alle PMI per poi cederle a fondi di investimento selezionati sia, ancora, tra quelle che anziché agire come un finanziatore diretto (*factor*), si propongono come intermediario tra PMI e investitori, selezionando le imprese che vogliono cedere i propri crediti e monitorandone le transazioni ed il loro *rating*. L'attività di *invoice trading* concerne invece la cessione dei crediti commerciali tramite la vendita delle fatture ad investitori qualificati per il tramite di piattaforme digitali dedicate. Al riguardo, in Italia le società maggiormente qualificate sono allo stato Credimi e CashMe.

⁴ Il *peer-to-peer lending* rappresenta il fenomeno oggi più importante e più conosciuto del *digital lending*. Si tratta di un prestito tra privati (erogato da privati ad altri privati) attraverso siti di imprese od enti di *social lending*, senza il tramite di canali tradizionali rappresentati dagli intermediari finanziari autorizzati ai sensi dell'art. 106 del Testo Unico Bancario.

lending o, forse meglio, di *lending-based crowdfunding*, non si assumono - a differenza delle banche tradizionali - alcun tipo di rischio, rischio che conseguentemente ricade esclusivamente sull'investitore⁵.

Quantomeno in Italia, il modello del *lending-based crowdfunding* è precipuamente utilizzato per operazioni di "micro-finanza", ovvero di servizi finanziari offerti a clientela - solitamente consumatori e piccole imprese - spesso con basso grado di solvibilità (e per questo con tassi di rendimento spesso più elevati rispetto alla media degli altri finanziamenti bancari)⁶. Tuttavia, tali piattaforme possono altresì proporre obbligazioni o titoli di debito ai sensi del nuovo art. 100-ter, comma 1-ter, TUF⁷ - sebbene in modo riservato

⁵ Il fenomeno del *crowdfunding* è descrivibile come il processo con cui più persone (folla o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*) attraverso un portale *internet* - senza quindi l'ausilio dei consueti intermediari - al fine di finanziare un progetto imprenditoriale o altre iniziative in una moltitudine di settori (immobiliare, artistico, culturale, scientifico, altruistico), ricevendo in cambio, sperabilmente, un utile o, comunque, un riconoscimento. Lo strumento del *crowdfunding* nella sua configurazione attuale vede le prime piattaforme attive non prima del 2005; cfr. A. SCHWIENBACHER, B. LARRALDE, *Crowdfunding of small entrepreneurial ventures*, in *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, New York, 2012, 371 ss. Secondo J. C. DE MARTIN, *Crowdfunding*, 'Le collette' per il rilancio, in *La Stampa*, 27.7.2013, il termine è stato coniato nel 2006 da Michael Sullivan con il lancio della piattaforma *Fundavolg* (incubatore di progetti legati a videoblog), piattaforma che prevedeva la possibilità di elargire donazioni *online*. Il *crowdfunding* è quindi un fenomeno relativamente recente che vede la sua nascita verso la fine degli anni duemila, grazie alla comparsa di piattaforme informatiche in cui gli investitori possono visualizzare, in un unico luogo di incontro, diverse iniziative finanziabili. Si tratta quindi di un concetto certamente non rivoluzionario e neanche molto diverso da una tradizionale "colletta", di cui esiste ampia casistica nell'ambito di progetti culturali, sociali, filantropici. A fronte infatti di una "mediazione", le piattaforme garantiscono visibilità a diverse iniziative imprenditoriali e non, con l'indicazione di un *plafond* da raggiungere e del termine entro il quale far pervenire le offerte di finanziamento. Cfr. A. PAVAN, *Il Crowdfunding, cambia il tradizionale modo di fare impresa*, Padova, 2018, 7.

⁶ Al riguardo, uno dei portali più efficienti in Italia e che si pone lo scopo di diversificare il rischio per i prestatori è *Prestiamoci.it*: i suoi investitori vedranno infatti suddiviso quanto messo a disposizione in piattaforma *online* in piccole quote di 50 euro per ogni intervento nei confronti dei richiedenti selezionati. Cfr. A. PAVAN, *op. cit.*, 30. Per maggiori approfondimenti si rinvia, in ogni caso, a E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 1, 63 ss.; Id., *Peer-to-peer lending and the "democratization" of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 2015, 21, 3, 521 ss.

⁷ Tali novità sono state apportate dalla Legge n. 145 del 30 dicembre 2018 (c.d. Legge Finanziaria 2019). Si tratta di un'importante apertura a forme di raccolta diverse dall'*equity crowdfunding* con l'intento di favorire, anche

e nei limiti stabiliti dal codice civile - agli investitori professionali, nonché a particolari categorie degli stessi eventualmente individuate dalla Consob⁸. Gli sviluppi di tali opzioni sembrano peraltro essere oggi molto promettenti nel nostro Paese, analogamente a quanto da tempo è possibile riscontrare altrove.

2. *Lending-based crowdfunding*: raccolta presso il pubblico e limitazioni.

Come è noto, l'art. 11, comma 2°, TUB dispone che lo svolgimento dell'attività di raccolta del risparmio è vietata ai soggetti diversi dalle banche.

Sono però al riguardo obbligatori taluni distinguo: da un lato, infatti, alcune previsioni escludono certe fattispecie dalla nozione di raccolta del risparmio e, dall'altro, ulteriori regole introducono specifiche deroghe al richiamato divieto nei confronti di soggetti non bancari⁹.

Una di queste è prevista per il *lending-based crowdfunding* - fenomeno che si distingue certamente da altri strumenti finanziari per l'ampiezza delle platea a cui è rivolto e le sue modalità di sollecitazione - sebbene caratterizzato dal "più classico" obiettivo di abbinare domanda ed offerta di finanza: con e tramite esso, infatti, i finanziatori ed i prenditori sottoscrivono un contratto di debito con il quale i primi concedono una somma di denaro,

in Italia, uno strumento che in considerazione dell'oggetto e delle categorie di investitori potrebbe definirsi anche come "*debt crowdfunding*".

⁸ Tali proposte dovranno in ogni caso essere presentate in una sezione del portale dedicata e diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio.

⁹ Ai sensi dei commi 2-*bis*, 2-*ter* e 3 dell'art. 11 del TUB, non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico la ricezione dei fondi connessa (i) all'emissione di moneta elettronica (ii) o da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento e (iii) quella effettuata presso specifiche categorie di soggetti individuate in ragione di rapporti societari e di lavoro. Inoltre, il comma 4 del medesimo articolo esclude l'applicazione del divieto dell'attività di raccolta del risparmio a Stati, organismi internazionali, enti pubblici territoriali, nonché in tutti le ipotesi in cui la raccolta è effettuata dalle società - ai sensi del codice civile - per il tramite di obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari.

mentre i secondi si impegnano a restituire tale importo ad un tasso di interesse maggiorato in un determinato periodo di tempo¹⁰.

Sebbene l'attività di detti portali fosse quindi consentita solo nel rispetto delle regole e dei divieti di cui all'art. 11 del TUB e nelle modalità previste dal Provvedimento di Banca d'Italia n. 584/2016¹¹, si sottolinea come oggi il funzionamento delle piattaforme "di debito" sia disciplinato anche dal Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *online* (c.d. "Regolamento *Crowdfunding*"), a seguito di recentissime modifiche apportate dalla delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019 approvata dopo la pubblica consultazione tenutasi tra il 20 giugno ed il 20 luglio 2019¹².

¹⁰ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit., 64.; Id., *Peer-to-peer lending and the "democratization" of credit markets*, cit., 522.

¹¹ Per approfondimenti v. Banca d'Italia, *Provvedimento recante Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, novembre 2016, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf>. Il Provvedimento citato prevede peraltro specifiche disposizioni in aggiunta alle deroghe di cui all'art. 11 TUB; tra queste, già si è sottolineato la norma - con riferimento ai gestori - secondo cui non debba considerarsi raccolta di risparmio presso il pubblico quella effettuata ai sensi dei commi 2-*bis* quando il gestore venga autorizzato ad operare come istituto di pagamento, istituto di moneta elettronica o intermediario finanziario *ex art.* 106 TUB. Ancora, si evidenzia come nelle disposizioni richiamate sia stata inserita una regola secondo cui una violazione della riserva bancaria possa avvenire anche quando la piattaforma non consenta trattative private tra gli utenti i riceventi i prestiti *online* e, quindi, le parti non siano in grado di negoziare privatamente i termini del contratto o di modificarne le clausole. Sul tema, v. E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2015, 548. Per approfondimenti più in generale sull'art.11 TUB Cfr. M. PORZIO, *Sub art. 11*, in *Commento al d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385*, a cura di Belli *et al.*, Bologna, 2003, 213; Id., *Le imprese bancarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Buonocore, Torino, 2007, 172 ss.; F. PARRELLA, *Raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2006, 67.

¹² Tali modifiche sono state rese necessarie dalla necessità di implementare a livello della regolamentazione secondaria le novità introdotte dal legislatore primario, a seguito della previsione nella Legge di Bilancio 2019 riguardo alla possibilità di utilizzare i portali autorizzati al fine di effettuare offerte al pubblico di strumenti finanziari di debito emessi da società aventi i requisiti per essere considerate piccole e medie imprese. Prima dell'approvazione della nuova versione del Regolamento *Crowdfunding* le piattaforme di *lending-based crowdfunding* in Italia risultavano alternativamente non regolamentate (ad esempio in ipotesi di uso di un istituto di pagamento terzo per i trasferimenti di denaro, essendo quindi obbligate ad osservare le regole generali sul commercio elettronico), oltre che, come richiamato, normate attraverso altre discipline non in

Tuttavia, esistono ancora taluni limiti alla negoziazione di strumenti finanziari di PMI: il nuovo comma 1-ter dell'art. 100-ter del TUF dispone infatti che la sottoscrizione delle sole obbligazioni e dei titoli di debito emessi dalle PMI (i) possa avvenire «nei limiti stabiliti dal codice civile», (ii) sia riservata «agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob», e (iii) sia effettuata «in una sezione separata del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio»¹³. Gli ostacoli allo sviluppo di dette piattaforme sono evidenti, in particolare posto che le stesse - quantomeno alla luce del Regolamento *Crowdfunding* - possono negoziare solo strumenti finanziari emessi dalle PMI e secondariamente poiché è lasciata la possibilità di sottoscrivere i medesimi ai soli investitori professionali ed alle altre «particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob». Inoltre, al riguardo si sottolinea, come, ai sensi dell'art. 2, comma 2, della delibera CICR n. 1058/2005 ed in deroga all'art. 11 TUB, non costituisce per le piattaforme raccolta di risparmio presso il pubblico l'acquisizione di fondi (i) presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nel settore bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale o (ii) effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. In tale ultimo caso le trattative vengono considerate “personalizzate” nelle ipotesi in cui i prenditori e i finanziatori risultino in grado di determinare le clausole del contratto di finanziamento e lasciando al gestore solamente un ruolo di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto. Ancora, sono da intendersi come investitori autorizzati a cui è ora permessa la sottoscrizione di obbligazioni di PMI-S.p.A. tramite portali *online* «nei limiti del codice civile» ai sensi del comma 1-ter dell'art. 100-ter TUF: a) i soggetti di cui all'art. 24, comma 2 del Regolamento *Crowdfunding*, ossia gli stessi soggetti che, ai fini del perfezionamento delle offerte di *equity crowdfunding*, devono investire una quota almeno pari, complessivamente, al 5% degli strumenti finanziari offerti (si tratta degli investitori professionali, delle fondazioni bancarie, degli incubatori di *start-up* innovative e degli “investitori a supporto delle piccole e medie imprese”, aventi questi ultimi i requisiti di onorabilità ed esperienza previsti dal

grado di rispondere alle problematiche sollevate dall'operatività ridotta delle medesime piattaforme (si pensi, ad esempio, a quanto previsto dall'art. 106 TUB in ordine agli intermediari finanziari). Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, cit., 82 ss.

¹³ Il comma 1-ter è stato inserito dall'art. 1 comma 238 della L. 30 dicembre 2018, n. 145.

Regolamento *Crowdfunding*); b) coloro che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore ad euro 250.000; c) coloro che si impegnano ad investire almeno euro 100.000 in una specifica offerta, nonché dichiarano per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto; d) gli investitori *retail* che effettuano l'investimento nell'ambito di servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti¹⁴.

Soprattutto gli investitori richiamati alla lettera d) rappresentano un elemento di novità rispetto a quanto previsto nelle versioni precedenti del Regolamento Consob n. 18592: gli intermediari che prestano servizi per lo sviluppo dei portali di *crowdfunding* sono infatti sempre di maggiore rilievo, oltre che ad avere accresciuto, nel tempo, le proprie conoscenze in ordine agli strumenti finanziari che vengono generalmente offerti su tali portali.

D'altronde la Consob - nel regolare la possibilità di acquisizione dei titoli di debito negoziati nei portali di *lending-based crowdfunding* - non si è discostata (non potendo) da quelli che sono i limiti posti dal diritto comune: conseguenza ne è che le deroghe presenti nella nuova versione del Regolamento *Crowdfunding* risultano rivolte solamente ai soggetti diversi dagli investitori professionali. Più nello specifico, non essendo previste eccezioni espresse ai limiti indicati negli artt. 2412 e 2483 c.c. per l'emissione, rispettivamente, di obbligazioni da parte di PMI costituite in forma di S.p.A. e di titoli di debito da parte delle PMI costituite in forma di S.r.l., l'individuazione delle "speciali categorie di investitori" effettuata da Consob ha potuto riguardare unicamente le obbligazioni emesse dalle PMI-S.p.A., che rispettino inoltre le condizioni previste dall'art. 2412 c.c., e che siano pertanto: (a) emesse entro il limite del doppio del patrimonio, ai sensi del comma 1 dell'art. 2412 c.c., oppure (b) garantite da un'ipoteca che abbia le caratteristiche di cui al comma 3 dell'art. 2412 c.c., ovvero (c) destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o che diano il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni, ai sensi del comma 5 dell'art. 2412 c.c.¹⁵

¹⁴ In particolare - nelle fattispecie richiamate dai punti b) a d) - si ritiene che detti investitori possano essere sia persone fisiche, che persone giuridiche, nonché sia soggetti di nazionalità italiana che straniera.

¹⁵ Gli investitori *retail*, come sottolineato, avranno accesso a detti investimenti solo nell'ambito di servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti. Non potranno invece acquisire titoli di debito

Sono peraltro da evidenziarsi alcune distonie anche tra le emissioni di obbligazioni di S.p.A. effettuate al di fuori dei portali *online* – che possono venire sottoscritte da tutti gli investitori, tra cui anche quelli c.d. *retail* - e le emissioni di obbligazioni da parte di PMI-S.p.A. tramite piattaforme di *crowdfunding*, che nonostante l'esistenza di tutte le garanzie previste dalla normativa di settore a tutela possono essere sottoscritte solo dalle particolari categorie di investitori *retail* individuate dalla Consob.

Da sottolinearsi, ancora, è come la mancata previsione di un limite massimo alla negoziazione strumenti di debito tramite le piattaforme abbia portato Banca d'Italia a stabilire nel Provvedimento n. 584 del 9 novembre 2016 come dette acquisizioni debbano essere di «contenuto importo»¹⁶: si tratta di un limite coerente con le regole volte ad impedire la raccolta di risparmio da parte di soggetti non bancari (ovvero la raccolta di fondi per un ammontare rilevante da parte di un numero elevato di soggetti). Tuttavia, la sovrapposizione tra i portali *equity-based* e *lending-based* nella nuova versione del Regolamento n. 18952 a seguito della delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019 sembrerebbe consentire il superamento di dette soglie¹⁷.

Ad ogni modo, si sottolinea come la Consob, nel revisionare il Regolamento *Crowdfunding*, abbia mutuato – ove possibile – quanto previsto nella bozza del Regolamento UE sugli “European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business” (c.d. “Regolamento Europeo sugli ECSP”) e che negli intenti della Commissione europea rappresenta il primo passo verso la c.d. “*capital markets union*”¹⁸. Una volta approvato nella sua versione definitiva, le diverse normative dei Paesi membri in ordine al fenomeno *crowdfunding* saranno sostanzialmente superate e l'omogeneizzazione regolamentare che ne conseguirà

di S.r.l., riservate ai sensi del comma 2° dell'art. 2483 c.c. soltanto ad investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.

¹⁶ Il Provvedimento n. 584 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale - Serie Generale - n. 271 del 16 novembre 2016.

¹⁷ Si sottolinea come alcun limite sia presente laddove ricada su una banca l'onere di gestire il portale *online*, superando in tal modo il tema del limite di importo del finanziamento ed evitando quindi che esso rappresenti un ostacolo alla crescita di tale mercato.

¹⁸ Il Regolamento è stato approvato in una prima versione dal Consiglio dell'Unione europea il 24 giugno 2019 e, allo stato, risulta in attesa di revisione. La proposta di regolamento e lo studio di impatto sono comunque reperibili su: https://ec.europa.eu/info/publications/180308-proposal-crowdfunding_en.

non potrà che portare benefici in ordine allo sviluppo dei portali *on-line*, finalmente considerati - come per ogni attività finanziaria ci si aspetterebbe - in una dimensione di *capital market* più ampia ed efficiente.

3. Un mercato secondario per le partecipazioni negoziate direttamente sul portale *online*?

Uno dei problemi di maggior rilievo inerenti il funzionamento e l'efficienza dei portali di *crowdfunding* è rappresentato dalla generale mancanza di una *exit strategy* da parte di chi abbia investito in partecipazioni o strumenti di debito tramite gli stessi. Posto infatti che i titoli non sono negoziabili su mercati organizzati, è forte il rischio che l'investitore rimanga prigioniero dell'investimento poiché non in condizione di individuare altri acquirenti interessati¹⁹.

Tuttavia, in assenza di un mercato organizzato per lo scambio delle partecipazioni precedentemente negoziate *online*, è opportuno che vengano proposte alcune soluzioni al fine di facilitare, in ogni caso, l'uscita dall'investimento.

Da questo punto di vista, la nuova versione del Regolamento *Crowdfunding* prevede all' art. 25-*bis* la possibilità per i gestori di istituire, in una sezione separata del portale, una bacheca elettronica per lo scambio di informazioni, nonché per l'eventuale manifestazione di interesse all'acquisto di strumenti finanziari già "trattati" nella medesima piattaforma *online*²⁰.

¹⁹ Cfr. N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civile commentate*, 2016, 10 ss.

²⁰ Ciò mutuando quanto previsto nei c.d. "*bulletin boards*" già sperimentati in altri Stati membri dell'Unione europea. Si veda, in ogni caso, quanto a suo tempo proposto da E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur.it.*, 2016, 10, 2301, la quale osservava come la società gestrice la piattaforma ben poteva favorire - sempre tramite il portale *on-line* - una vetrina virtuale tra gli investitori (*blog*) in modo che i medesimi investitori potessero scambiarsi informazioni ed eventualmente agevolare la compravendita dei propri prodotti finanziari, sempre che la società emittente non fosse riuscita a crescere a tal punto da poter essere quotata in borsa, con ovvie facilitazioni in ordine allo smobilizzo degli investimenti, soprattutto in ipotesi abbiano nel frattempo creato valore.

Stante questa impostazione, l'articolo citato vieta altresì al gestore del portale lo svolgimento di ulteriori attività volte a favorire l'incontro tra domanda e offerta in ordine alla negoziazione di quanto presentato nella bacheca elettronica diverse dalla mera «comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari». L'obiettivo è quindi quello di favorire l'informativa sui prodotti finanziari da parte degli investitori - possibilmente favorendone l'incrocio tra domanda ed offerta - purtuttavia evitando che l'attività di gestione delle "vetrine elettroniche" possa essere qualificata quale svolgimento di servizi e attività di impiego di denaro, quantomeno in assenza delle relative autorizzazioni che il TUF richiede²¹.

Un altro metodo al fine di favorire il processo di trasferimento degli strumenti finanziari (ed in particolare delle partecipazioni) potrebbe inoltre essere ottenuto - sulla base di quanto previsto dall'art. 100-ter TUF - tramite il contributo operativo delle società fiduciarie, qualora gli stessi strumenti acquisiti siano a queste ultime intestate. Infatti, la fiduciaria - nel rispetto delle note forme di pubblicità ed assumendo la titolarità della partecipazione o degli altri titoli di debito per conto degli investitori - ben potrà cedere ad altro soggetto interessato gli stessi come semplice atto interno di trasferimento, sempre a condizione che anche l'acquirente dia mandato alla fiduciaria²².

Appare peraltro evidente che, qualora anche la fiduciaria disponga di portali e servizi *online* - magari in convenzione con la stessa piattaforma di *crowdfunding* - tale processo

²¹ Ragion per cui l'eventuale contratto di compravendita degli strumenti finanziari tra investitori pubblicizzati nella bacheca *online* dovrà avvenire al di fuori del portale e, ovviamente, senza l'intervento della società che lo gestisce. Alla stessa saranno ad esempio precluse la predisposizione di moduli *standard* per i contratti, nonché la segnalazione di professionisti per la definizione degli stessi. Al gestore della piattaforma di *crowdfunding* - inoltre e diversamente dall'investitore che desidera "pubblicizzare" i propri prodotti finanziari - è consentito comunicare unicamente le informazioni ufficiali pubblicamente disponibili (quali, ad esempio, i dati di bilancio ed i prezzi di emissione dei prodotti), posto che diversamente potrebbe essere considerato esercire un (vietato) ruolo attivo.

²² In definitiva, con una semplice istruzione trasmessa alla fiduciaria da parte dell'acquirente e del cedente si evitano le forme di pubblicità dell'atto di trasferimento, in quanto la titolarità del prodotto finanziario rimane in capo alla fiduciaria che provvederà al trasferimento interno mediante una semplice scrittura nell'ambito delle proprie rubriche intestate ai fiducianti. In ogni caso, sul tema delle intestazioni fiduciarie di partecipazioni di s.r.l., v. V. DE STASIO, *L'intestazione fiduciaria di quote di s.r.l. in banca, borsa, tit. cred.*, 2012, 6, 626 ss.

risulterà ancora più agevole per il cliente, che potrà disporre con le medesime modalità (via *web*) sia l'intestazione che la cessione/acquisizione della partecipazione o degli altri strumenti finanziari²³.

Sempre che tale impostazione non venga superata da qualche intervento normativo interpretativo: vi è infatti chi si è interrogato se le quote dematerializzate nelle modalità richiamate possano contribuire a «superare» la stessa configurazione tipologica delle s.r.l.-PMI oggetto di offerta nelle piattaforme *on-line*, stante il regime di legittimazione e circolazione completamente indipendente da quello codicistico. D'altro canto, il sistema documentale previsto per l'intestazione fiduciaria risulta privo dei requisiti di accessibilità da parte di terzi, che sono invece propri della pubblicità di impresa e che giustificano - ad esempio - la tutela dell'acquirente della partecipazione in buona fede ai sensi dell'art. 2470, comma 3°, c.c.²⁴ Ancora - ed in senso critico - vi è chi ha definito il trasferimento richiamato come «apparentemente dematerializzato», posto che, se da un lato, può comportare una riduzione degli adempimenti formali in ordine alla circolazione delle partecipazioni o dei titoli di debito, dall'altro le altre procedure e, soprattutto, le responsabilità previste per gli intermediari potrebbero rendere detta semplificazione «più apparente che reale»²⁵.

Deve in ogni caso sottolinearsi come, nell'ambito di un mandato di amministrazione di valori con intestazione, la gestione della relativa fiscalità risulti completamente in capo alla società fiduciaria, ovviamente previa istruzioni impartite dal soggetto fiduciante. L'equiparazione di trattamento fiscale tra le partecipazioni qualificate e quelle non

²³ Si rileva come il primo mercato secondario relativo a piattaforme di *lending* sia stato organizzato in USA dalla piattaforma Prosper nel 2009, sebbene sia stato chiuso nell'ottobre 2016 a causa della ridotta domanda da parte di potenziali investitori interessati a subentrare nei crediti. In Italia anche la piattaforma Prestiamoci ha avviato nel settembre 2016 il proprio mercato secondario, sebbene con regole restrittive che permettono la vendita anticipata del credito solo in ipotesi il credito sia stato rimborsato regolarmente. Sempre in Usa, al contrario, Blender.loans consente ai *lender* di cedere ed acquistare tutti i crediti in proprio possesso, senza alcuna limitazione o forma di controllo sulla "bontà" degli stessi. Cfr. G. BORELLO, *Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderni FinTech Consob, 2019, 5, 59.

²⁴ Cfr. M. CIAN, *Le società start up innovative e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 2015, 6, 982; Id., *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leg. civ. comm.*, 2018, 5, 1260 ss.

²⁵ In tal senso, O. CAGNASSO, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Giur. it.*, 2016, 2297.

qualificate - introdotte con la legge di bilancio 205/2017 - può peraltro tendere ad agevolare tale processo di “delega” di gestione della partecipazione: venendo meno la tassazione progressiva, infatti, sia per i redditi di capitale che per i redditi diversi la relativa imposta potrà essere applicata dal sostituto nella misura del 26% a titolo definitivo²⁶. Analoghi trattamenti si avranno, inoltre, per i prodotti finanziari trattati dalle piattaforme di *lending-based crowdfunding*.

Appare evidente, a parere di chi scrive, come questa forma di rubricazione delle quote possa in breve tempo favorire - al netto di eventuali ed ulteriori interventi normativi - lo sviluppo di un mercato secondario di prodotti finanziari delle *start-up* innovative e delle PMI, propedeutico ad un'ulteriore crescita di tutto il settore del *crowdfunding*.

Tuttavia, il novero delle opzioni volte ad un migliore smobilizzo degli investimenti potrebbe essere oltremodo integrato da almeno altre due ipotesi.

Reputo infatti - quantomeno per quanto riguarda i soli portali di *lending-based crowdfunding* - vi possa essere la possibilità per le società gestrici di creare canali privilegiati per la vendita dei crediti con FIA (in particolare *credit funds*), anche in ipotesi gli stessi crediti siano già stati negoziati ad investitori intermediati dalla piattaforma (peraltro marginando nuovamente su tali operazioni). D'altro canto, già oggi talune piattaforme di *marketplace lending* statunitensi hanno addirittura istituito fondi d'investimento *captive* (gestiti direttamente dal portale) per garantire la solidità finanziaria della piattaforma ed il successo delle emissioni in caso siano inizialmente poco appetibili dagli altri investitori.

Ancora, i crediti erogati potrebbero essere addirittura cartolarizzati dalla stessa piattaforma e venduti ad altri FIA. La piattaforma dovrebbe cioè gestire su mandato i crediti già negoziati suo tramite - avendo quindi il ruolo di *originator* - trasferendo i medesimi ad uno *Special Purpose Vehicle* (SPV), il quale riscuoterà le rate di rimborso da parte dei soggetti finanziati. Conseguenzialmente la SPV avrà la possibilità di emettere a sua volta titoli di debito per finanziarsi, titoli che verranno sottoscritti da investitori professionali. In altri termini, la piattaforma di *lending crowdfunding* tramite la SPV ha la possibilità di trasformare

²⁶ La prima operazione chiusa di raccolta di capitali su una piattaforma di *equity crowdfunding* con contestuale intestazione delle quote della società in raccolta a un unico soggetto fiduciario è della fine del 2017: si tratta del primo round di raccolta della start-up innovativa *WishRaiser* sul portale *Club Deal Online*, piattaforma autorizzata a marzo 2017 allo scopo di intermediare investimenti in *startup* e *scaleup* riservati a *high-net-worth individual* e *family office*.

i crediti, per lo più difficilmente liquidabili, in titoli di debito della SPV, auspicabilmente maggiormente liquidi e da destinarsi ad investitori istituzionali²⁷.

4. La riorganizzazione dei portali di *crowdfunding* alla luce del futuro Regolamento Europeo sugli *European Crowdfunding Service Providers*.

Come si è osservato la Consob ha preso spunto, riguardo alla revisione del Regolamento *Crowdfunding*, anche da quanto previsto nella versione attualmente in discussione del Regolamento Europeo sugli ECSP²⁸.

Posto che una volta approvato in modo definitivo sostituirà infatti le normative domestiche degli Stati membri sull'*equity crowdfunding* e sul *lending crowdfunding*, si osserva come proprio con riferimento ai gestori di questi ultimi scatterà l'obbligo di richiedere di essere autorizzati dalle competenti autorità nazionali (in Italia Consob e, si ritiene, Banca d'Italia con riferimento agli aspetti di competenza di quest'ultima) per continuare a svolgere la loro attività di "intermediari" tra soggetti che richiedono e offrono in prestito somme di denaro tramite la conclusione di contratti di mutuo conclusi attraverso i loro portali *on-line*²⁹.

²⁷ Proposte peraltro in diverse *tranches*, ad ognuna delle quali verrà attribuito un *rating*. Ad ogni modo, si sottolinea come la prima cartolarizzazione del settore sia stata effettuata in USA da Lending Club nel settembre 2013, essendo interamente sottoscritta da Eaglewood Capital. Secondo PeerIQ fino a dicembre 2017 negli Stati Uniti sono state effettuate 108 operazioni di cartolarizzazione per un equivalente in titoli di 28,8 miliardi di dollari. Cfr. G. BORELLO, *Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale*, cit., 60.

²⁸ Obiettivo precipuo del Regolamento è quello di rendere l'investitore maggiormente consapevole del rischio che sta assumendo con la sottoscrizione degli strumenti finanziari proposti tramite portali *on-line*. Nonostante ciò, lo stesso esclude interventi volti a prevedere l'introduzione di una soglia massima d'investimento individuale per i progetti, sia per il rischio di aggiramento della norma, sia per quello di esclusione di investitori professionali che non hanno interesse ad acquisire prodotti finanziari di piccola taglia. Cfr. D. VALIANTE, *Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 4, 959 ss.

²⁹ La Commissione aveva infatti peraltro constatato la difficoltà per le piattaforme di operare *cross-border* e raggiungere dimensioni atte a permettere economie di scala: con il Regolamento ci si auspica tali aspetti problematici possano essere superati.

Ancora, si sottolinea come l'art. 9 della versione attualmente in discussione del Regolamento Europeo sugli ECSP introduca una sorta di "corsia preferenziale" per i gestori di portali che siano già autorizzati nei singoli Stati membri a prestare servizi di *crowdfunding* al momento della sua entrata in vigore, nonché - questa volta ai sensi dell'art. 38 - come sia prevista nel corso del periodo transitorio alla sua entrata in vigore, i singoli Stati membri potranno approvare delle procedure semplificate di autorizzazione per i soggetti che, al momento dell'entrata in vigore del Regolamento, siano autorizzati ai sensi del diritto domestico a prestare servizi di *crowdfunding*³⁰.

Tra i punti relativi all'organizzazione dei gestori le piattaforme *on-line* si sottolinea, invece, come gli stessi debbano essere persone giuridiche autorizzate dall'ESMA a seguito della presentazione di un programma di attività - analogamente a quanto previsto nel nostro Paese dal Regolamento Consob - con descrizione dei servizi, *governance* e controllo interno, delle misure per la continuità operativa e la prova dei requisiti di onorabilità (con particolare riguardo all'assenza di precedenti in materia di riciclaggio e finanziamento del terrorismo, reati di diritto societario, fallimentare o dei servizi finanziari), esperienza e conoscenza degli amministratori (artt. 10-11). L'ESMA avrà peraltro poteri di vigilanza continua consistenti in controlli, indagini ed ispezioni sui medesimi gestori, oltreché la facoltà di comminare sanzioni pecuniarie e, in caso di gravi violazioni, la revoca dell'autorizzazione (artt. 12-13; 21-35).

Ad ogni modo, posta la mancanza di una disciplina specifica in Italia che regoli in modo organico il *lending-based crowdfunding*, sembrerebbe che l'apertura prevista per i "*crowdfunding services*" di cui al Regolamento Europeo sugli ECSP possa consentire l'erogazione di detti servizi alle piattaforme già autorizzate a gestire i meno problematici portali di *equity crowdfunding*.

5. La struttura organizzativa dei portali di *lending crowdfunding* a seguito delle nuove previsioni del Regolamento *Crowdfunding*.

³⁰ Il periodo transitorio durerà fino al dodicesimo mese successivo all'approvazione definitiva del Regolamento. Per approfondimenti si rinvia a E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, 16, 1-31.

L'allegato 2 del Regolamento Consob prevede, al fine di ottenere l'autorizzazione per l'iscrizione nel registro dei gestori dei portali, la presentazione di una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa. Il gestore ha infatti il compito di descrivere dettagliatamente a Consob una serie di aspetti relativi al tipo di attività svolta, tra cui le modalità per la selezione delle offerte da presentare sul portale, l'attività di consulenza eventualmente prestata in favore dell'offerente, se intende pubblicare informazioni periodiche sui traguardi intermedi raggiunti dall'offerente i cui strumenti finanziari sono offerti sul portale, se intende predisporre eventuali meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari acquistati tramite il portale ovvero di rilevazione dei prezzi delle eventuali transazioni aventi ad oggetto tali strumenti finanziari, se intende predisporre eventuali meccanismi atti a facilitare i flussi informativi tra l'offerente e gli investitori o tra gli investitori e, ancora, se intende istituire la bacheca elettronica.

Ciò che però colpisce è il grado di dettaglio richiesto – sebbene prevalentemente in termini formali - in ordine alla struttura organizzativa: Consob ai fini autorizzativi valuta e considera non solo l'articolazione della struttura aziendale³¹, ma anche il piano di assunzione del personale e l'indicazione dei dipendenti in carico da impiegare per lo svolgimento dell'attività³², una serie di specifiche tecniche volte ad assicurare gli obblighi del gestore (ai sensi dell'art.13 del Regolamento), le informazioni relative alla gestione del portale (art.14), nonché le informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari ed alle singole offerte (artt. 15 e 16). E' altresì prevista la comunicazione di una serie di altre informazioni tra cui le modalità di gestione degli ordini raccolti con particolare attenzione ai potenziali conflitti di interesse, alla prevenzione di frodi ed alla tutela della *privacy* e, ancora, la descrizione della struttura delle commissioni e le attività svolte da parte di terzi per la società che gestisce il portale.

³¹ Si tratta, ad esempio, dell'organigramma e funzionigramma con l'indicazione dell'articolazione delle deleghe in essere all'interno dell'organizzazione aziendale e dei meccanismi di controllo predisposti.

³² Andrà altresì specificata l'eventuale presenza di dipendenti o collaboratori che abbiano svolto attività professionali o attività accademiche o di ricerca certificata presso Università e istituti di ricerca, pubblici o privati, in Italia o all'estero, in materie attinenti ai settori della finanza aziendale, dell'economia aziendale, del diritto societario e *marketing*, con indicazione dei relativi ruoli e funzioni svolti all'interno dell'organizzazione aziendale.

Quanto richiamato costituisce peraltro il *set* di informazioni volte all'attuazione dell'articolo 50-*quinquies*, comma 5, lett. a) del TUF e risponde anche alla finalità di costituire quel patrimonio informativo, da aggiornarsi periodicamente, a disposizione della Consob al fine di orientarne e programmarne l'azione di vigilanza.

Tuttavia, sono state previste anche altre comunicazioni per i portali di *lending crowdfunding* - introdotte nell'ultima versione del Regolamento - che presuppongono per la società gestrice del portale la presenza di assetti organizzativi adeguati in ordine alle misure attinenti alla nuova disciplina delle offerte sui titoli obbligazionari. Le stesse dovranno infatti descrivere e dettagliare all'Autorità di Vigilanza le procedure interne finalizzate alla verifica delle conoscenze del cliente per comprendere (così come previsto dall'articolo 13, comma 5-*bis* del Regolamento *Crowdfunding*), la descrizione delle misure predisposte per assicurare che le offerte aventi ad oggetto obbligazioni o titoli di debito siano effettuate in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta di capitale di rischio, la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto dei soggetti autorizzati a negoziare i titoli di debito (ai sensi dell'art.24, comma 2-*quater*), la descrizione delle misure predisposte per assicurare il rispetto degli artt. 2412 e 2483 c.c. e, in caso di istituzione di una bacheca elettronica, la descrizione delle misure predisposte per evitare che, in assenza di autorizzazione, l'implementazione della medesima bacheca elettronica comporti la prestazione di servizi e attività di investimento soggette a riserva di legge (rispettando così il divieto di cui all'art. 26, comma 2, del Regolamento).

Si tratta di regole che hanno l'intento di tutelare gli investitori in strumenti finanziari, investitori che come si è esposto - quantomeno in ordine alle piattaforme di *lending* - in ipotesi siano *retail* debbono essere qualificati o, comunque, investire nell'ambito di servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

D'altro canto, le recenti innovazioni tecnologiche consentono potenzialmente la diffusione, anche tra i soggetti meno consapevoli, di strumenti finanziari con caratteristiche di rischio elevato: appare corretto che detti strumenti, offerti sostanzialmente con mezzi di comunicazione a distanza, siano *in primis* controllati e monitorati dalla società che gestisce il portale *internet*³³.

³³ In ordine alle prime problematiche nel settore *FinTech* ed in particolare legate ad *internet* cfr. F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione informatica e soggettività finanziaria nella definizione di alcune tipologie operative on*

Tuttavia, si tratta di richieste per lo più relative ad assetti liberamente scelti dalle piattaforme, senza che siano richiesti ulteriori elementi volti al presidio del rischio che le operazioni proposte comportano. Rilevo, inoltre, come un'organizzazione adeguata volta al monitoraggio degli elementi richiamati - per quanto liberamente scelta - potrebbe, da sola, non bastare: approfondirò meglio tale affermazione nel prosieguo, ma fin da ora appare evidente come potrebbe aver senso introdurre - quantomeno in un primo periodo per il *lending-based crowdfunding* - taluni limiti di investimento³⁴, eventualmente ipotizzando la previsione di regole specifiche volte alla valutazione del *rating*, analogamente a quanto avviene per le banche, dei soggetti finanziati³⁵. Proposte, che a ben voler vedere, richiederebbero interventi ulteriori proprio nell'organizzazione del gestore della piattaforma.

6. I modelli organizzativi delle piattaforme di *lending-based crowdfunding*: quali interventi al fine di meglio tutelare i finanziatori?

Come si è evidenziato, allo stato le piattaforme di *lending-based crowdfunding* non sono particolarmente regolamentate nel nostro ordinamento, soprattutto con riferimento alla necessità di adottare specifici assetti organizzativi interni, nonché riguardo alla trasparenza

line, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2001, I, 491 ss.; R: LENER, *Promotion and selling of financial products and services through the internet*, in *Dir. comm. int.*, 2001, 15, 4 ss.; D. LUCARINI ORTOLANI, *L'internet nell'intermediazione finanziaria*, in *Dir. inform.*, 2003, 21 ss.

³⁴ Si evidenzia come in base all'art.2 della proposta di Regolamento sugli *European Crowdfunding Service Providers* il corrispettivo totale massimo per le offerte riguardanti i singoli progetti effettuate attraverso i portali *online* nell'arco di 12 mesi debba essere mantenuto entro €1 milione al fine di evitare la predisposizione dei prospetti richiamati dal Regolamento UE n. 2017/1129; tale obbligo scatta quindi in presenza di strumenti finanziari, ma anche di prestiti. Si tratta evidentemente di maggiori adempimenti informativi e non di veri e propri divieti.

³⁵ Al riguardo, si osserva come la maggior parte delle piattaforme di *lending crowdfunding* operanti in Italia - quantomeno da quanto rilevato dai loro siti - si avvalga di sistemi di informazioni creditizie privati (SIC) per valutare la posizione debitoria del potenziale richiedente o, ancora, di società specializzate nella formulazione di *rating* e *scoring*. Cfr. F. LENOCI, *Il marketplace lending in Italia: caratteristiche e dimensioni del fenomeno*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria? Quaderni FinTech Consob*, 2019, 5, 122 ss.

informativa. Tuttavia, quantomeno in termini teorici, appare utile categorizzare il fenomeno in differenti schemi, sebbene non definitivi e, comunque, dai contorni relativamente flessibili: a) il c.d. *client segregated account model*; b) il *notary model*; c) il *guaranteed return model*; d) il c.d. *invoice trading model*³⁶.

Il primo modello prevede che il gestore del portale di *lending based crowdfunding* sia responsabile dell'abbinamento dei finanziatori con i debitori - solitamente attraverso schemi automatizzati o comunque mediante l'utilizzo di algoritmi - senza disporre delle risorse provenienti dalla raccolta. Queste ultime, infatti, sono depositate in un conto dedicato e senza che la piattaforma ne abbia la disponibilità, creando quindi un patrimonio esterno intangibile anche da parte dei creditori della società che gestisce il portale online. Invero, quest'ultima, ben potrebbe anche servirsi di un comparto di un fondo comune di investimento (di credito) le cui quote siano sottoscritte direttamente da parte dei finanziatori (se la società gestrice fosse una Sgr potrebbe addirittura crearne uno dedicato) o, analogamente e come *supra* richiamato, acquisire crediti per il mezzo di una società fiduciaria. In definitiva, questo modello porterebbe la società gestrice a percepire le sole commissioni relative alle negoziazioni effettuate, nonché le *fees* per eventuali servizi accessori prestati, quando consentite (si pensi, ad esempio, a quelle provenienti dall'eventuale vendita degli strumenti finanziari su mercati secondari), senza ulteriori implicazioni di carattere gestionale posta la sua neutralità in ordine all'allocazione dei crediti alle classi di finanziatori.

Nel secondo schema richiamato, invece, i finanziatori e i debitori sono abbinati direttamente dalla piattaforma, sebbene senza "l'esternalizzazione" della gestione dei fondi raccolti. Il finanziamento viene concesso direttamente dalla banca depositaria utilizzata per la raccolta dei fondi solo al raggiungimento del *plafond* stabilito, mentre ai finanziatori sono rilasciati certificati da parte della piattaforma riguardo al credito da loro vantato³⁷.

³⁶ Si veda E. KIRBY, S. WORNER, *Crowdfunding: an Infant Industry Growing Fast*, in *Iosco Staff Working Paper*, 2014, 3, rinvenibile su <http://www.iosco.org>; M CARATELLI, U. FILOTTO, L GIBILARO, G. MATTAROCCHI, *Il mercato del peer-to-peer lending nel mondo e le prospettive per l'Italia*, in *Bancaria*, 2016, 3, 68; M. MARCHESI, *Lending based crowdfunding, siti comparatori e consulenza*, in E. Corapi e R. Lener (a cura di), *I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, 2019, Milano, 146 ss.

³⁷ Cfr. M CARATELLI, U. FILOTTO, L GIBILARO, G. MATTAROCCHI, *op.cit.*, 68.

Ancora, il modello del c.d. *guaranteed return* assegna un ruolo maggiormente attivo alla società che gestisce la piattaforma, deputata quindi ad individuare i tassi di remunerazione dei finanziamenti solitamente alla luce del rischio di credito del debitore. Solitamente, tale schema prevede per il finanziatore la copertura della perdita o, comunque, un preordinato rendimento³⁸.

Infine, il modello *invoice trading* prevede che il finanziamento avvenga sotto forma di cessione di crediti derivanti da fatture commerciali anticipate, di solito a seguito di notifica al debitore principale.

Si sottolinea - in ogni caso e a prescindere dalle schematizzazioni richiamate - come le piattaforme possano offrire ai finanziatori un diverso grado di protezione contro il rischio di credito: al riguardo è stata proposta la distinzione tra *unsecured platform*, in ipotesi in cui non sia prevista alcuna forma di tutela del finanziatore, *secured platform*, nel caso in cui il debitore presti garanzie reali o personali a favore dei finanziatori e, ancora, *protected platform*, laddove sia prevista la costituzione di un fondo di garanzia per i finanziatori della piattaforma al quale i medesimi possano accedere in caso di inadempienze nella restituzione da parte del debitore³⁹.

Alla luce di tali impostazioni, proposte peraltro dall'osservazione di ordinamenti stranieri ove il *lending-based crowdfunding* si è già da tempo sviluppato, credo abbia senso chiedersi fino a che punto lo sviluppo del fenomeno possa considerarsi compatibile con le regole poste a presidio dell'attività bancaria in Italia, a maggior ragione quando la società gestrice della piattaforma *online* non sia un soggetto iscritto alla sezione speciale ai sensi dell'art. 4, comma 2, del Regolamento *Crowdfunding*⁴⁰. D'altro canto, la negoziazione di obbligazioni o titoli di debito così come richiamato dal Regolamento, soprattutto in ipotesi siano emessi "contestualmente" e se effettuati su ampia scala, ben potrebbero configurare un'attività quantomeno *in limine* con quanto richiamato. Nulla vieta, inoltre, che le piattaforme

³⁸ Cfr. M. MARCHESI, *op.cit.*, 147.

³⁹ Gli accantonamenti al fondo di garanzia vengono effettuati, in genere, dal *crowd-investor* in fase di messa a disposizione delle risorse e in percentuale dell'ammontare complessivo delle medesime. Cfr. M. CARATELLI, U. FILOTTO, L. GIBILARO, G. MATTAROCCHI, *op.cit.*, 69.

⁴⁰ Si tratta di SIM, imprese di investimento UE, gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-*bis*), del Testo Unico, limitatamente all'offerta di quote o azioni di OICR che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e, soprattutto, banche.

propongano finanziamenti diretti ad imprenditori o persone fisiche, il che, pur trattandosi di fattispecie non regolamentate dal Regolamento Consob, implicherebbe le medesime problematiche.

Al riguardo si sottolinea, ancora una volta, come la riserva bancaria contenuta nell'art.11 del TUB sia stata nel tempo "allentata", consentendo - in particolare e per quel che ai nostri fini interessa - forme di raccolta non qualificabili come rivolte "al pubblico" poiché realizzate «sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti, mediante contratti dai quali risulti la natura di finanziamento» ai sensi dell'art. 2, comma 2, della delibera CICR n. 1058/2005⁴¹.

In definitiva, «allorché i prenditori e i finanziatori siano in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limiti a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto» in modo che il contratto *standard* predisposto dalla piattaforma costituisca esclusivamente un punto di partenza per le trattative tra gli utenti, non sarà configurabile la violazione della riserva bancaria sulla raccolta del risparmio da parte della società che gestisce lo stesso portale di *lending-based crowdfunding*. Infatti, la Banca d'Italia suggerisce alle medesime società gestrici di prevedere unicamente limiti agli importi massimi dei prestiti ottenibili attraverso le stesse piattaforme - coerentemente con la ratio sottesa alle Disposizioni di «impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori» - pur nella libertà di stabilirne le soglie⁴².

Tuttavia - nonostante la propensione dell'Autorità a deregolamentare le piattaforme di *lending-based crowdfunding* - ritengo che le poche disposizioni proposte da Banca d'Italia da sole non siano sufficienti a disciplinare un settore così complesso, disposizioni che peraltro parrebbero, quantomeno per taluni aspetti, talvolta incoerenti. Si pensi, ad esempio, al requisito già richiamato della necessaria "trattativa personalizzata": i numeri sempre crescenti dei *lending marketplace* di per sé non solo non lo giustificerebbero, tutt'altro richiederebbero forme di valutazione dei rischi sottesi all'erogazione dei finanziamenti di

⁴¹ Nonché del già citato art. 2, comma 1, lett. b) delle Disposizioni della Banca d'Italia per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche, Provvedimento n. 584 del 9 novembre 2016.

⁴² Cfr. E. MACCHIAVELLO, *Analisi giuridica dei lending marketplace*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria? Quaderni FinTech Consob*, 2019, 5, 136.

carattere oggettivo, a maggior ragione alla luce del fatto che il finanziatore potrebbe non avere strumenti adeguati per valutare la solvibilità del debitore. Si evidenzia, peraltro, come i modelli proposti dai portali di *lending-based crowdfunding* (in particolare il *guaranteed return model*) di per sé sembrerebbero anche sollecitare potenziali investitori al di fuori della piattaforma *online*, proponendo operazioni già impostate e senza che vi siano particolari spazi per vere e proprie contrattazioni “individuali”. In definitiva verrebbero proposte ad una moltitudine di soggetti indistinti operazioni “preconfezionate” (senza di solito possibilità di particolari interventi da parte del *crowd-lender*), il che sembrerebbe contravvenire a quanto disposto dall’art. 2 delle Disposizioni di Banca d’Italia. Tuttavia, non sarebbero proposte sufficienti stime del rischio di credito della negoziazione (che un soggetto bancario sarebbe invece obbligato ad effettuare), non tutelando sufficientemente il finanziatore; non reputo, inoltre, che tale circostanza possa di per sé intendersi come elemento idoneo a definire una data operazione come costituita «sulla base di trattative personalizzate».⁴³

Altro tema delicato - a parere di chi scrive - è la mancanza di qualsivoglia requisito patrimoniale per i gestori dei portali. Nessuna forma di patrimonializzazione è infatti richiamata del Regolamento *Crowdfunding*, Regolamento che dispone, ai sensi dell’art. 7-*bis*, che gli stessi gestori debbano dotarsi solo del sistema di indennizzo considerato dall’art. 59 del TUF, nonché di un’assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente⁴⁴. Anche in questo caso l’ordinamento non pare particolarmente coerente con

⁴³ Come è noto, la circostanza di essere considerati investitori non professionali a cui è consentito di investire nei portali di *lending-based crowdfunding* ai sensi del novellato art. 24, comma 2-*quater* del Regolamento *Crowdfunding* (soggetti che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro; investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in un’offerta, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l’impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all’impegno o all’investimento previsto; investitori non professionali che effettuano l’investimento nell’ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti) di per sé non appare elemento sufficiente a rendere in tutto e per tutto assimilabili gli stessi ad investitori professionali.

⁴⁴ Si veda, inoltre, la lettera e-*bis*), comma 3, dell’art. 50-*quinquies* TUF (introdotta dall’art. 2 del D. Lgs. n. 129 del 3 agosto 2017). Si tratta, nello specifico, di tutele per l’investitore in ordine ad eventuali danni cagionati dalla piattaforma *online* quali, ad esempio, quelli causati da azioni dolose dei suoi dipendenti o derivanti dal non corretto funzionamento dei sistemi di sicurezza del medesimo. Per quanto riguarda l’assicurazione professionale prevista per i gestori dei portali deve sottolinearsi che la Consob - adeguandosi ai principi sottesi alla MiFID II che richiede coperture assicurative tenendo

quanto previsto per le banche e per gli intermediari finanziari vigilati, come noto obbligati a mantenere determinati requisiti patrimoniali correlati a quanto intermedio al fine di assorbire gli eventuali rischi.

Anche gli obblighi di trasparenza appaiono, tutto sommato, contenuti: addirittura l'assolvimento dell'obbligo di dotarsi dell'assicurazione di responsabilità professionale comporta per i gestori del portale l'esenzione (facoltativa) dall'applicazione degli obblighi richiamati dalla direttiva MiFID II (*Market in financial instruments directive*), in vigore dall'inizio del 2018⁴⁵.

Ancora, non sembra vi siano obblighi di segnalazione alla Centrale Rischi delle operazioni effettuate (e delle loro evoluzioni in termini di solvibilità). Si tratta di elementi che si semplificano la gestione dei portali, ma che altresì sembrerebbero considerare gli stessi come affrancati dal sistema dei controlli finanziari previsti nel nostro ordinamento, il tutto, come si è richiamato, a nocimento della sicurezza dei finanziatori.

Si rileva, inoltre, come non solo non siano previsti presidi organizzativi volti alla valutazione del credito (anche laddove derivante dall'acquisto di strumenti finanziari), ma, addirittura, emerga una certa disattenzione da parte del Regolamento Consob anche riguardo ai requisiti di professionalità dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo. L'art. 9 del Regolamento, infatti, prevede per essi la necessaria esperienza di almeno un biennio come amministratori o direttori presso imprese, come professionisti esperti in materie attinenti il settore creditizio, come docenti universitari in materie giuridiche ed economiche o, ancora, come dipendenti con funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie. Decisamente

contato anche del profilo di rischio dell'operatore - ha previsto un massimale per l'importo totale delle richieste di indennizzo pari a 1.000.000 di Euro per i portali che effettuano in proprio la valutazione di adeguatezza degli investitori e di 500.000 di Euro per quelli che affidano tale verifica ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, come definiti nella nuova lett. *e-bis*) dell'art. 2, co. 1, del Regolamento Consob (in questo caso responsabili per le medesime valutazioni).

⁴⁵ Si rileva, in ogni caso, come non siano applicabili le norme di trasparenza bancaria di cui agli artt. 115 ss. TUB a tutti i servizi resi dalle piattaforme agli utenti, giacché l'ambito di operatività di tale disciplina attiene alle sole attività tipiche svolte nel territorio della Repubblica dalle banche e dagli intermediari finanziari.

requisiti molto più laschi rispetto a quelli previsti per gli esponenti aziendali degli intermediari finanziari previsti dalla Circolare di Banca d'Italia n. 288 del 3 aprile 2015.

Ancora, in particolare riguardo agli aspetti operativi, ci si chiede se ai portali di *lending-based crowdfunding* non siano da applicarsi quantomeno le regole (più del contesto economico invero) relative alla diversificazione del portafoglio (per quanto possibile, dato il taglio anche ampio degli strumenti finanziari negoziati) e, soprattutto, le norme relative alla trasparenza delle informazioni agli investitori sulle operazioni effettuate e sui rischi intrapresi.

In tale prospettiva, sarebbe quantomeno auspicabile che anche per i portali di *lending-based crowdfunding* siano previsti sistemi di assegnazione (e comunicazione) di *rating* alle operazioni perfezionate, da valutarsi non tanto solo sul soggetto prenditore ma, soprattutto, sulle finalità del singolo strumento finanziario, ovvero il c.d. *facility rating*, il tutto a tutela degli investitori.

Se così fosse, si potrebbe addirittura immaginare un'opportunità di collaborazione tra portali di *lending-based crowdfunding* e banche, le quali ben potrebbero essere d'ausilio nella c.d. attività di *servicing* (selezione dei soggetti da affidare; valutazione del merito di credito e del rischio, nonché *pricing* dell'operazione; monitoraggio della posizione; attività di incasso; gestione degli eventuali contenziosi derivanti dal contratto sottostante).

Tale collaborazione potrebbe peraltro svilupparsi anche in ordine alla segnalazione da parte degli istituti bancari dei soggetti da finanziare, anche alla luce dei sempre maggiori vincoli patrimoniali posti per gli stessi istituti (fungendo quindi da rete commerciale); si rilevano, invero ed in tale prospettiva, possibili conflitti di interesse tra i soggetti richiamati, quantomeno in funzione dell'ampiezza dei servizi eventualmente delegati (le banche potrebbero cioè, a fronte comunque di una commissione, "spingere" per finanziare soggetti non sicuri e magari già esposti con loro).

D'altro canto, e sempre per l'asimmetria dei vincoli patrimoniali tra banche e portali di *lending-based crowdfunding*, non è da escludersi che le prime possano sostanzialmente costituire o comunque partecipare a società che gestiscono un portale *online* proprio per aggirare gli stessi limiti ed addirittura per poter richiedere commissioni più alte ai

prenditori⁴⁶. Oggi proprio le banche stanno in parte abbandonando il loro ruolo di soggetti erogatori di credito; tale fenomeno sembrerebbe peraltro amplificato anche dall'entrata in vigore, dal 1° gennaio 2018 del principio contabile IFRS 9, sostitutivo dello IAS 39 (oggi si discute a livello di Banche Centrali di una sua graduale introduzione) e che comporterà nel tempo maggiori svalutazioni a bilancio - e magari una futura contrazione per evitare tali perdite - dei crediti bancari.

Credo quindi vi sia l'esigenza di una maggiore incisività sulle regole applicabili per i portali di *lending-based crowdfunding*, senza sottovalutare la circostanza che, una volta sviluppatasi come forma alternativa al finanziamento bancario, ben potrebbero presentare, in futuro, un elemento di rischio sistemico. Quantomeno per quei portali che negoziano strumenti finanziari di imprese andrebbero quindi previste almeno talune regole già previste per i gestori autorizzati; mi riferisco, in particolare, alle regole concernenti l'adeguatezza patrimoniale⁴⁷, organizzative (separatezza patrimoniale, *corporate governance* e controllo interno, incluse procedure per la gestione dei conflitti di interesse e controllo delle funzioni esternalizzate) e di condotta, quantomeno al superamento di alcune soglie di operatività ed intermediato.

In ogni caso, i portali di *lending-based crowdfunding* - così come tutte le altre forme di alternative di finanziamento - sono oggi importanti anche al fine favorire gli equilibri finanziari (e di conseguenza gli assetti proprietari delle imprese); gli stessi possono infatti diventare sempre più strumenti per cui le rilevanti risorse presenti nel sistema finanziario - anche a seguito delle politiche monetarie espansive determinate dalla BCE negli ultimi anni - riescano a giungere effettivamente alle imprese, non rimanendo quindi sostanzialmente "parcheggiate" nei conti correnti dei potenziali investitori *retail* oltre che in altre forme di investimento da parte di soggetti finanziari, magari non legate all'economia reale. Gli stessi

⁴⁶ Ai quali, sostanzialmente, verrebbe proposta l'emissione di strumenti finanziari da negoziare sulla piattaforma al posto di un finanziamento "ordinario". In ogni caso, riguardo alla gestione dei possibili conflitti di interessi, si richiama l'importanza del Reg. 231/2013/UE il quale, in particolare all'art.30, disciplina l'obbligo di rilevare ogni possibile conflitto di interessi adottando un'efficace "politica di gestione" dei conflitti attraverso misure idonee a prevenirli, gestirli e monitorarli, ovvero, analogamente a quanto previsto per le s.p.a., tramite assetti adeguati dedicati.

⁴⁷ Giova sottolineare che la società deve essere costituita in forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa e la sede legale e amministrativa o, per i soggetti europei, la stabile organizzazione, deve essere ubicata in territorio italiano. L'oggetto sociale, inoltre, deve essere conforme all'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali.

finanziatori, soprattutto se in presenza di congiunture positive e stabili, ne avrebbero probabilmente beneficio in termini di migliori rendimenti e, auspicabilmente, abbattimento dei rischi.