

X CONVEGNO ANNUALE DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI
UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

"L'EVOLUZIONE TECNOLOGICA E IL DIRITTO COMMERCIALE"

Roma, 22-23 febbraio 2019

EUGENIA MACCHIAVELLO

La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field: l'inesplorato caso dell'invoice trading

SOMMARIO: 1. Introduzione: *FinTech* e regolazione. Scopo del *paper*. – 2. *L'Invoice trading*: caratteristiche e modelli esistenti. – 2.1. *Caratteristiche principali dell'invoice trading e ragioni del suo sviluppo*. – 2.2. *Modelli esistenti in Italia e loro funzionamento*. – 3. Inquadramento giuridico dell'*invoice trading*. Aspetti privatistici e figure affini. – 3.1. *Cessione di credito e sconto bancario*. – 3.2. *Il factoring e la cessione di credito d'impresa*. – 4. Inquadramento giuridico nella prospettiva del diritto dell'economia. Ulteriori discipline. – 4.1. *Invoice trading e riserve di attività nel t.u.b.* – 4.2. *Discipline e riserve di attività in materia di investimenti. Prospetto (offerta al pubblico di prodotti finanziari) e MiFID (servizi di investimento su strumenti finanziari)*. – 4.3. (segue) *Cartolarizzazione e fondi comuni di investimento*. 4.4. *Ulteriori discipline applicabili*. – 5. Riflessioni conclusive.

1. Introduzione: *FinTech* e regolazione. Scopo del *paper*.

Il *FinTech*, cioè l'applicazione della tecnologia alla prestazione di servizi finanziari con conseguenti innovazione di prodotti, servizi o processi¹, pur potenzialmente portatore di numerosi vantaggi (in termini di inclusione finanziaria, riduzione di costi, concorrenza, ecc.) solleva numerose problematiche giuridiche di particolare attualità².

¹ Cfr. FSB, *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*, (27 June 2017), p. 7, www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf; EBA, *Discussion Paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech)*, (4 August 2017), EBA/DP/2017/02, pp. 4-6, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1919160/EBA+Discussion+Paper+on+Fintech+%28EBA-DP-2017-02%29.pdf>; EBA, *The EBA's FinTech Roadmap*, (15 March 2018), p. 9, <https://www.eba.europa.eu/documents/10180/1919160/EBA+FinTech+Roadmap.pdf>.

² Per una discussione più approfondita e riferimenti bibliografici, mi permetto di rinviare a E. MACCHIAVELLO, *Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow*

Esso rappresenta una categoria molto eterogenea di fenomeni e le attuali classificazioni delle autorità internazionali incontrano difficoltà ad incasellare le diverse manifestazioni del settore in singole e distinte categorie e a capire se le stesse costituiscano effettivamente innovazioni rivoluzionarie o siano soltanto nuove manifestazioni delle tradizionali attività finanziarie. Alcune categorizzazioni tentano di ricondurre i nuovi servizi e prodotti ai tradizionali sotto-settori dei pagamenti (v. *mobile payments, digital wallet*), prestiti e finanziamenti (*crowdfunding, invoice trading*, nuove forme di *credit scoring* basate su *big data*, fattori comportamentali e social network), *financial management* e mercati (*robo-advice*, piattaforme di intermediazione finanziaria, piattaforme di scambio, *social trading*) e assicurazioni (*Insur-Tech*). A queste categorie si aggiungono, nei lavori più recenti, quella dei servizi di “*market support*” (*data management*, aggregatori di dati finanziari e di servizi, siti web di comparazione, intelligenza artificiale, *cloud computing, cyber-security, DLT*) ed un’attenzione al fatto che numerose tecnologie presentano plurime applicazioni in sotto-settori diversi (ad esempio, *big data* e *machine learning* impiegati sia per il *credit scoring* da parte di piattaforme di *crowdfunding* che per il calcolo dei rischi ed offerta mirata di prodotti da parte delle *Insur-Tech*; *DLT* utilizzato sia dai mercati online che dalle piattaforme di pagamenti e *Insur-Tech*)³.

Anche grazie a ciò, all’influenza della *sharing economy* e alla spinta verso la disintermediazione, il *FinTech* ha dimostrato di avere la capacità di sfuggire alle categorie giuridiche classiche, concepite invece in un contesto storico caratterizzato da mercati in cui le persone fisiche s’incontravano effettivamente e si scambiavano titoli cartacei e in cui le operazioni bancarie

Banking, Fintech and Collaborative Finance Era, in *ECFR* 2017, 14, 4, 662; Id., *FinTech Regulation from a Cross-sectoral Perspective*, in corso di pubblicazione in V. COLAERT e D. BUSCH (a cura di), *European Financial Regulation: Levelling the Cross-Sectoral Playing Field*, (Hart, Londra, 2019) e Id., *FinTech e regolazione: attuali zone grigie del diritto dell’economia e la necessità di un ripensamento generale di sistema*, paper presentato al 4° Convegno annuale ADDE “I luoghi dell’economia. Le dimensioni delle sovranità”, Sessione “Luoghi e non luoghi dell’economia” (Venezia, 29 e 30 novembre 2018), di prossima pubblicazione. Cfr. anche M-T. PARACAMPO, *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (Giappichelli, Torino, 2017).

³ IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (FinTech)*, (February 2017), <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>; Basel Committee on Banking Supervision (BCBS), *Sound Practices Implications of FinTech developments for banks and bank supervisors*, (February 2018), <https://www.bis.org/bcbs/publ/d431.pdf>.

erano incentrate sulla presenza fisica di intermediari e clienti presso le filiali. Il risultato è che molte *FinTech*, collocandosi in aree grigie a metà strada tra i diversi settori e le rispettive normative, hanno finito per restare non regolamentate oppure sottoposte a discipline inadeguate, cioè non in grado di rispondere adeguatamente ai rischi ed alle caratteristiche delle stesse⁴.

D'altra parte, la semplice estensione delle normative esistenti al *FinTech* potrebbe non essere desiderabile anche per il rischio di ingenerare confusione nei consumatori/investitori/clienti e creare la falsa illusione di protezioni e caratteristiche simili al settore finanziario tradizionale. Ad esempio, le istituzioni europee si sono dimostrate contrarie all'applicazione della *PSD 2* alle cripto-valute attraverso l'assimilazione tra il concetto di "fondi" (art. 4(45) *PSD 2*) e metodi generalmente accettati di pagamento ai sensi della direttiva e le cripto-valute, in quanto si rischierebbe di ingenerare affidamento negli utenti sulla presenza di certe tutele invece assenti⁵. È del resto anche necessario evitare di lasciare non regolamentati operatori che svolgano la medesima attività e ricoprano le medesime funzioni economiche rispetto agli operatori regolamentati, al fine di evitare fenomeni di *regulatory arbitrage* e *un-level playing field*.

Queste problematiche sono rese ancora più complesse dalla naturale predisposizione delle nuove tecnologie a superare i confini geografici e quindi dalla necessità di confrontarsi con le ancora notevoli differenze tra paesi membri nell'interpretazione di alcuni concetti base della regolazione finanziaria - ad esempio, la nozione di strumento finanziario - e nell'applicazione del diritto europeo, così come con aree del diritto non ancora armonizzate, quali l'erogazione del credito ed il diritto societario, specialmente con riferimento alle piccole imprese.

Il *Fintech* fa anche emergere con chiarezza alcuni difetti dell'attuale sistema di regolazione finanziaria a livello europeo e nazionale post-crisi,

⁴ Cfr. EBA, *Discussion Paper*, cit., pp. 4-6 (che segnala le rilevanti differenze tra paesi membri in punto di regolazione del *FinTech* e la tendenza dello stesso a restare non regolamentato).

⁵ Cfr. EUROPEAN CENTRAL BANK, *Virtual currency schemes - A further analysis*, (ECB, Frankfurt, 2015), p. 30; N. VANDEZANDE, *Virtual Currencies: A Legal Framework*, (Intersentia, Cambridge, 2018), pp. 323 ss. La Corte di Giustizia Europea ha qualificato il Bitcoin come uno "strumento contrattuale di pagamento", non comparabile agli strumenti finanziari, ma ai soli sensi della normativa europea in materia di IVA e al fine di riconoscere la sussistenza di una esenzione: CJEU, caso *Hedqvist*, C-264/14, EU:C:2015:718, para. 42.

alimentato dalla paura di crisi sistemiche e caratterizzata da particolare complessità per la presenza di innumerevoli normative a diversi livelli, campi di applicazione parzialmente sovrapposti, senza attenzione ai fenomeni inter-settoriali o alla necessità di un approccio proporzionale, funzionale e *risk-based*.

Considerata l'ampiezza e varietà del fenomeno *FinTech* e delle questioni sopra menzionate, non è possibile dare una risposta regolatoria unica al *FinTech* ma è necessario esaminare le diverse articolazioni dello stesso, facendo particolare attenzione alle funzioni svolte, alla caratteristiche dell'attività e dei rischi e alle esigenze di tutela, in modo da parametrare la risposta all'incidenza di tali elementi. Dovrà quindi valutarsi se le discipline attualmente in vigore sono idonee a tutelare gli interessi in gioco o se sia necessario adottare normative *ad hoc* o altri nuovi approcci quali *regulatory sandbox*, *innovation hubs* e simili⁶.

Nel *paper*, dopo un'indispensabile e preliminare descrizione dei prevalenti *business models* delle piattaforme di *invoice trading* in Italia, si discuterà delle problematiche connesse alla qualificazione giuridica della fattispecie, nel tentativo di capire se la risposta regolatoria che il nostro ordinamento predispone per lo stesso sia adeguata e risponda alle esigenze di tutela sottese ed ai rischi esistenti ed avanzare proposte in merito alla possibile futura regolazione del fenomeno. Entrambe tali aspetti appaiono allo stato attuale inesplorate nella letteratura e nei documenti delle autorità, pur attente a monitorare il *Fintech* e riflettere sulle problematiche sollevate.

2. L'*invoice trading*: caratteristiche e modelli esistenti

*2.1. Caratteristiche principali dell'*invoice trading* e ragioni del suo sviluppo*

L'*invoice trading* consiste nell'anticipazione di crediti da fatture commerciali - crediti caratterizzati da maturità particolarmente ridotta - con contestuale acquisto del relativo credito, attraverso piattaforme online. Esso tende ad essere ricondotto nell'area del *marketplace lending* per la funzione di finanziamento e l'impiego di piattaforme online ma presenta

⁶ Per una discussione di tutte tali questioni, mi permetto ancora di rinviare a MACCHIAVELLO, *FinTech regulation*, cit. e ID., *La regolazione del FinTech*, cit.

caratteristiche distinte rispetto al classico *peer-to-peer lending*⁷. Ad esempio, nel primo, gli importi delle singole fatture tendono ad essere elevati ed ogni credito da fattura viene acquistato da un solo cessionario/investitore, mentre, nel secondo, nel modello ad oggi prevalente in Italia, ogni *crowd-lender*/investitore partecipa per quote contenute a molteplici prestiti. Nell'*invoice trading*, quindi, il rischio per l'investitore è più concentrato ma contenuto (comportando anche la cessione di un credito e quindi un'anticipazione di somme invece che un prestito per l'intera somma *tout court*), specialmente qualora vengano anticipati solo crediti verso imprese grosse, conosciute ed affidabili; nel *lending-based crowdfunding*, invece, si sfrutta la diversificazione del rischio ma la piattaforma gioca un ruolo fondamentale nella selezione iniziale dei richiedenti. Inoltre, nell'*invoice trading* la maturità dei crediti è estremamente bassa (al massimo 3 o 4 mesi) e le identità dei cedenti e ceduti conosciute, mentre nel *marketplace lending* i prestiti sono di durata medio-lunga (quindi l'investimento più illiquido) ed i dati personali dei richiedenti vengono eliminati o comunque anonimizzati per gli investitori.

Tali due forme di finanza alternativa condividono quindi i benefici per gli investitori di diversificazione e resilienza rispetto al settore tradizionale e per i richiedenti di espansione dell'accesso al credito e di riduzione dei relativi costi. Sul fronte rischi, quelli comuni sono di perdita dell'investimento (con le differenze tra i due segmenti sopra esposte) per gli investitori e di frode o riciclaggio e, per i richiedenti, di condizioni contrattuali sottostimate e sovra-indebitamento (anche a causa dell'assenza di obblighi di segnalazione alla centrale dei rischi); altri aspetti problematici dal punto di vista degli investitori, invece, quali asimmetria informativa ed

⁷ Per *peer-to-peer lending* o *lending-based crowdfunding* s'intende l'erogazione di prestiti tra privati (*peer-to-consumer* - P2C) o da privati ad imprese (*peer-to-business* - P2B) attraverso piattaforme online che mettono in contatto le parti. Tuttavia, nel tempo si sono sviluppati diversi modelli (alcuni che prevedono la compartecipazione al prestito da parte della piattaforma o l'istituzione di trust o fondi per l'erogazione dei prestiti) ed è aumentata la partecipazione di intermediari professionali e istituzionali in veste di *crowd-lenders*, così preferendosi talora parlare di "*marketplace lending*" per ricomprendere anche tali nuovi modelli e sottolineare la presenza di un "mercato" di prestiti e la non necessaria presenza di una "*crowd*" indistinta. Su tali e molti altri aspetti, oltre che riferimenti bibliografici, mi permetto di rinviare a A. SCIARRONE ALIBRANDI, G. BORELLO, R. FERRETTI, P. GIUDICI, F. LENOCI, E. MACCHIAVELLO, F. MATTASSOGLIO, F. PANISI e A. SANTORO, *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Consob Quaderni FinTech n. 2 (Consob, Milano/Roma, 2019), in corso di pubblicazione.

ingannevolezza delle informazioni o illiquidità, si atteggiano in maniera diversa nell'*invoice trading* (in cui le informazioni fondamentali riguardano il debitore ceduto, tendenzialmente impresa grossa e affidabile, e la maturità è breve) o *marketplace lending*, sempre a causa delle suesposte differenze tra i due sotto-settori.

L'*invoice trading* rappresenta un settore al momento di dimensioni ancora contenute pur in continua crescita⁸. Esso è visto come un'innovazione particolarmente positiva nel nostro paese in considerazione delle difficoltà delle piccole e medie imprese (PMI) italiane di ottenere il pagamento delle proprie fatture in tempi ragionevoli e quindi dell'esigenza di trovare nuovi strumenti di liquidità. In Italia, infatti, il tempo medio di attesa per i pagamenti delle fatture nelle relazioni tra imprese è di 56 giorni (ma sale a 104 giorni con riferimento ai rapporti con la PA), il doppio rispetto all'analogo dato in Germania (24 giorni) e Regno Unito (27 giorni)⁹ e solo il 36,7% delle fatture commerciali vengono pagate nei tempi stabiliti¹⁰. Inoltre, non sempre le banche o gli altri intermediari tradizionali riescono a

⁸ Al 30 giugno 2018 le cifre mobilitate dalle piattaforme italiane di *invoice trading* hanno raggiunto € 612,2 milioni (di cui € 580,8 milioni nei 18 mesi immediatamente precedenti) ma, dal momento che il ciclo di investimento è molto corto (fatture con scadenza media a 3-4 mesi), molte delle risorse in questione sono state reinvestite più volte nell'arco del periodo e quindi risultano conteggiate in eccesso. Ad ogni modo, si stima che abbiano fatto ricorso all'*invoice trading* 900 PMI italiane, risultando quindi l'*invoice trading* come lo strumento relativamente più utilizzato fra gli altri alternativi (quali *lending-based crowdfunding*, *equity crowdfunding*, *mini-bond*, *ICOs* o simili): cfr. OSSERVATORIO CROWDINVESTING DELLA SCHOOL OF MANAGEMENT DEL POLITECNICO DI MILANO, *La finanza alternativa per le PMI in Italia*, (novembre 2018), pp. 31 ss., https://www.crowdfunding.cloud/public/dps/dwl_file/PoliMi-Finanza-alternativa-per-PMI/testoreport2018altfin.pdf. In Europa (Regno Unito escluso), l'*invoice trading* ha raccolto fino al 2016 € 251,87 milioni, con un tasso di crescita del 213%, e rappresentando così il 12,2% del mercato di finanza alternativa (al terzo posto dopo il *consumer lending-based crowdfunding* - 34% - e *business lending-based crowdfunding* - 17% - e prima dell'*equity-based crowdfunding* - 11%); il nostro paese nel 2016 era il terzo per volumi di fatture (€ 34 milioni), dopo Belgio (€ 47 milioni) e Francia (€ 45 milioni): cfr. T. ZIEGLER et al., *Expanding Horizons - The 3rd European Alternative Finance Industry Report*, (2018), pp. 28-29, https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2018-ccaf-exp-horizons.pdf.

⁹ In questi paesi sono anche contenuti i ritardi nei pagamenti della PA, attestandosi l'attesa, rispettivamente, sui 33 e 26 giorni. Cfr. OSSERVATORIO CROWDINVESTING, *La finanza alternativa*, cit., p. 31.

¹⁰ A giugno 2018, il 52,2% delle imprese italiane ha pagato con ritardi entro i 30 giorni mentre l'11% con ritardi superiori ai 30 giorni: CRIF, *CRIF si rafforza nel Fintech acquisendo una quota di Workinvoice*, (30 settembre 2018), <https://www.crif.it/area-stampa/comunicati-stampa/2018/settembre/crif-si-rafforza-nel-fintech-acquisendo-una-quota-di-workinvoice/>; F. SOT, *Le fatture cartolarizzate diventano 3.0*, in *Corriere della Sera* (5 giugno 2017);

rispondere alle esigenze delle PMI, avendo talora ridotto le esposizioni (*credit crunch*) e sembrando privilegiare prestiti a medio e lungo termine e prestiti finalizzati o *leasing*¹¹.

L'*invoice trading* può poi rappresentare per le imprese indubbi vantaggi rispetto al canale bancario. Ad esempio, al contrario di anticipazione e sconto bancari, l'*invoice trading* tendenzialmente non necessita di garanzie né richiede segnalazioni alla centrale dei rischi, sempre che ad anticipare il credito non siano intermediari finanziari, OICR di credito o società di cartolarizzazioni (salvo esoneri¹²). Ancora, rispetto al *factoring*, non è richiesto l'impegno a cedere tutto il proprio portafoglio crediti o tutti i crediti nei confronti di un certo cliente per un certo numero di anni né sono fissati volumi minimi. Infine, le voci di spesa sono limitate (sconto, interessi e commissione), i tempi estremamente rapidi e la documentazione richiesta semplice e contenuta (cfr. *infra*).

2.2. Modelli esistenti in Italia e loro funzionamento.

Come anticipato, l'*invoice trading* in Italia si fonda su un'operazione di cessione del credito da fattura commerciale che un'impresa ha nei confronti di fornitori o clienti di grosse dimensioni (non, al momento nei confronti della PA), con anticipo di una parte dello stesso. Tuttavia, i modelli impiegati dalle singole piattaforme possono presentare differenze rilevanti¹³. In primo luogo, ad esempio, la cessione tra PMI (cedenti) ed

¹¹ CRIF, *CRIF si rafforza*, cit.

¹² Tali intermediari sono tenuti a segnalare tutte le operazioni di finanziamento, comprese la categoria di rischi "autoliquidanti", fra i quali si rinvengono, tra gli altri, l'anticipo per operazioni di *factoring*, l'anticipo salvo buon fine, l'anticipo su fatture, altri anticipi su effetti e documenti rappresentativi di crediti commerciali, lo sconto di portafoglio commerciale e finanziario indiretto, il finanziamento a fronte di cessioni di credito effettuate ai sensi dell'art. 1260 c.c. A livello di esoneri, gli intermediari *ex art. 106 t.u.b.*, ad esempio, possono richiedere l'esonero dal servizio «se la quota dei finanziamenti per cassa e di firma segnalabile in Centrale dei rischi è pari o inferiore al 20 per cento dei finanziamenti da loro concessi» e le *SPV* qualora «nessuno dei crediti sia stato segnalato in Centrale dei rischi nella rilevazione precedente alla data in cui è stato ceduto». Cfr. BANCA D'ITALIA, *Centrale dei rischi. Istruzioni per gli intermediari creditizi*, Circolare n. 139 dell'11 febbraio 1991 (17° aggiornamento, giugno 2018), capitolo I, sezione I, punto 5, pp. 14-15 e sezione II, 1.1, p. 42.

¹³ Si farà qui riferimento a Workinvoice (la più risalente, seconda per ammontare totale delle fatture cedute - € 146 milioni - e terza per numero di fatture cedute - 2.851), Credimi (con il maggior numero di fatture cedute - 7.561 - ma terza per volumi delle stesse - € 122

investitori può avvenire: 1) direttamente: la piattaforma si limita ad eseguire un'iniziale selezione dei cedenti/ceduti e delle fatture e a mettere in contatto le parti tra le quali avviene la cessione); 2) indirettamente attraverso: a) un'operazione di cartolarizzazione, per cui la piattaforma acquista il credito e poi lo vende ad una SPV che emetterà titoli a favore degli investitori finali; b) un fondo di investimento collettivo, per cui la piattaforma acquista il credito, il quale poi viene rivenduto ad un fondo di investimento sottoscritto dagli investitori finali.

Per rendere possibile la creazione di una sorta di "mercato delle fatture", le piattaforme impongono alcuni requisiti di accesso al fine di raggiungere un livello minimo di standardizzazione ed affidabilità. Con riferimento alle imprese cedenti, esse devono essere società di capitali italiane con un certo fatturato. Ad esempio, su Workinvoice possono presentare richiesta di ammissione solo società di capitali italiane con fatturato non inferiore a € 10 milioni; su CashMe, solo quelle che abbiano depositato almeno un bilancio e con fatturato non inferiore a € 1.500.000 (salvo la presenza di un buon merito creditizio). Tuttavia, Credimi ammette anche società di persone ed imprese individuali con fatturato di almeno € 500.000, prevedendosi poi un prodotto a parte per le piccole imprese con fatturato fino a € 2 milioni.

In secondo luogo, con riferimento ai crediti ceduti, essi devono essere giuridicamente cedibili e presentare condizioni standard, spesso pertenerne a certi settori (non soggetti tipicamente a contestazione commerciale) e con prestazione da parte del cedente già eseguita (per evitare il rischio di inadempimento del cedente e di contestazioni del ceduto). L'ammontare

milioni), CashMe e, in parte (per la scarsità di informazioni disponibili sul sito), Crowdcity e Fifty (quest'ultima specializzata nel credito di filiera e la maggiore per l'ammontare totale delle fatture cedute al 30 giugno 2018 - € 268 milioni). Cashinvoice, la sesta piattaforma di *invoice trading* italiana, non è stata presa in considerazione perché presenta caratteristiche molto diverse dalle precedenti, essendo strutturata come un sito di comparazione delle fatture ammesse ed accessibile solo da imprese di cessione di crediti d'impresa autorizzate dalla Banca d'Italia. Per informazioni su tali piattaforme, oltre ai siti internet delle singole piattaforme, cfr. anche OSSERVATORIO CROWDINVESTING, *La finanza alternativa*, cit., pp. 31 ss.; ID., 2° Report Italiano sul Crowdfunding, (luglio 2017), <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/portal/minibond/documenti>; ORLANDO, *L'anticipo fattura corre sul web*, in *Sole 24 ore*, (23 marzo 2017); IL SOLE 24 ORE, *Le fatture all'asta in cerca di liquidità* (25 aprile 2017), p. 21.

minimo delle singole fatture varia a seconda delle piattaforme: su Credimi è di € 1.000¹⁴, su CashMe di € 5.000 e su Workinvoice di € 10.000.

La figura del debitore ceduto è centrale per l'operazione (specialmente se *pro soluto*), dovendo rispondere a requisiti di solidità e verificabilità. Su Workinvoice i clienti ceduti possono essere solo società di capitali italiane, su CashMe solo società di capitali europee (solide e con buon merito creditizio), mentre su Credimi sono ammesse come ceduti anche società di persone o ditte individuali europee.

Le imprese cedenti vengono ammesse a seguito di una valutazione interna di cedente (ovviamente più intensa se la cessione avviene *pro solvendo* risultando il debitore di ultima istanza in caso di inadempimento del ceduto) e ceduto, che tende ad essere più veloce e basata su strumenti innovativi quali *big data* e algoritmi rispetto al settore tradizionale. Su Workinvoice vengono effettuati controlli interrogando banche dati, Cerved e analizzando dati pubblici e rapporti di pagamento passati tra cedenti e ceduti¹⁵. Su Credimi, al momento della domanda di ammissione basta inserire la partita IVA ed il fatturato poiché la piattaforma raccoglierà automaticamente dati online per l'analisi. Nel caso in cui la società cedente non abbia bilanci depositati, essa dovrà però fornirli e qualora si tratti di società di persone e di imprese con fatturato inferiore ai 2 milioni di euro o si chiedi l'anticipo con cessione del credito senza notifica al debitore ("confidenziale") vengono richiesti anche i movimenti dei conti correnti degli ultimi 6 mesi.

Ad ogni modo, come già sopra segnalato, i modelli delle piattaforme si differenziano significativamente per quanto riguarda il soggetto che eroga l'anticipo del credito e la ripartizione dei rischi. Su Workinvoice e CashMe - che agiscono come meri intermediari - l'anticipo (90%) viene concesso dall'investitore che acquista il credito e la cessione avviene sempre *pro soluto*, per cui il rischio dell'inadempimento del debitore grava interamente sull'investitore-cessionario ed il cedente rischia solo di perdere

¹⁴ Tuttavia, la prima fattura caricata sulla piattaforma deve essere di almeno € 5.000. In caso di piccole imprese, è anche fissato un importo massimo delle fatture di € 200.000. Infine, la scadenza minima è fissata a un 1 mese mentre la massima a 12 mesi, salvo in caso di piccole imprese per le quali è fissata a 7 mesi. Sono ammesse anche le ricevute bancarie.

¹⁵ Il procedimento sembrerebbe essere stato innovato e velocizzato ulteriormente attraverso la partnership con Cribis, società di *business information*: cfr. CRIF, *CRIF si rafforza*, cit.

il saldo, salvo il caso di mancato pagamento per fatto imputabile al cedente. I crediti non possono essere frazionati, per cui quelli derivanti da ciascuna fattura devono essere acquistati interamente dal medesimo cessionario. Anche per questo motivo, in combinazione con l'elevato taglio minimo delle fatture ammesse, i cessionari sono al momento solo investitori istituzionali.

Su Credimi, invece, è la piattaforma ad anticipare ed acquistare il credito, *pro soluto* (con anticipo variabile dall'80% al 95% a seconda del merito creditizio dell'impresa) o *pro solvendo*, rivendendolo ad un veicolo di cartolarizzazione (Lumen spv s.r.l., gestita da una società che svolge il ruolo di *servicer* e per questo iscritta nell'albo degli intermediari *ex art. 106 t.u.b.*) o fondo di investimento. La piattaforma perciò analizza la richiesta di cessione e anticipo svolgendo un rating interno nel quale viene valutata la capacità di restituzione dell'impresa cedente nell'arco di 1 anno, guardando a reputazione (giornali, social network), procedure concorsuali o ristrutturazioni, capacità di generare margine, fonti di finanziamento, sofferenze su conti o ritardi con tasse sulla base delle informazioni ottenute tramite banche dati, centrali dei rischi, protesti, camera commercio. Credimi fissa poi un "*plafond*", cioè la somma massima che potrà essere utilizzata per anticipi dal richiedente attraverso le cessioni di credito, nell'ambito della quale la somma disponibile diminuirà a seguito di effettivi sconti e si ricostituirà per mezzo dei successivi pagamenti delle fatture da parte dei ceduti (secondo uno schema simile al "castelletto di sconto" in ambito di rapporti banca-cliente di sconto bancario - sul quale v. *infra*¹⁶).

Il prezzo dell'anticipo e della cessione viene definito attraverso un'asta su Workinvoice e CashMe, partendo da un prezzo minimo proposto dall'impresa e poi soggetto alle offerte degli investitori. Su Crowdcity il prezzo consigliato di partenza viene stabilito dalla piattaforma sulla base del rating fornito dalla società Cerved Rating Agency ma le parti sono libere di contrattare un prezzo diverso. Su Workinvoice gli investitori possono basarsi sullo *scoring* fornito da Modefinance, società specializzata nei rating, alla quale possono richiedere servizi aggiuntivi per meglio definire lo sconto applicabile. Attualmente lo sconto medio applicato su Workinvoice si aggira tra 0,5% e 1%, su Credimi 1% (ma può arrivare al 10%) e su Cashme

¹⁶ In materia di "castelletto di sconto" (anche come contratto normativo), cfr. I. DEMURO, *Lo sconto bancario*, in A. URBANI (a cura di), *L'attività delle banche*, Cedam, Padova, 2010, p. 161.

tra 1 e 3%. In caso di cessione *pro soluto*, il saldo verrà versato se e quando il debitore ceduto avrà pagato, tenendo in conto del prezzo di sconto e di eventuali giorni di ritardo. I cessionari di Workinvoice possono richiedere il servizio aggiuntivo di assicurazione per l'insolvenza dei debitori.

La piattaforma viene remunerata attraverso una *fee* iniziale *una tantum* (di € 450 euro su Workinvoice, € 900 su CashMe; nessuna *fee* iniziale è invece prevista su Credimi) e una commissione calcolata sull'ammontare del credito ceduto (tra 0,4% - per fatture con scadenza entro i 60 giorni - e 0,9% - per fatture con scadenza oltre i 90 giorni - su Workinvoice; tra 0,25% e 3,5% a seconda dello *scoring* e della natura *pro soluto* o *pro solvendo* della cessione su Credimi).

L'intero procedimento è estremamente veloce, completamente digitale e senza richiesta di garanzie, potendosi così ottenere un anticipo in pochi giorni.

Alcune piattaforme offrono anche il c.d. "credito di filiera" (o "*supply chain finance*"; Workinvoice e Credimi lo offrono in aggiunta all'*invoice trading* ordinario mentre Fifty è specializzata in tale attività): grosse imprese danno la possibilità ai fornitori delle società del gruppo di vedersi anticipare il pagamento delle fatture a loro favore attraverso la piattaforma.

3. Inquadramento giuridico dell'*invoice trading*. Aspetti privatistici e figure affini.

3.1. Cessione di credito e sconto bancario.

L'inquadramento giuridico in ottica privatistica appare ad un primo sguardo agevole. È infatti indubbio (ed espressamente dichiarato dalle piattaforme) il realizzarsi di una cessione di credito, disciplinata dagli artt. 1260 ss. c.c., attraverso la quale un creditore può trasferire ad un terzo (cessionario) il credito che abbia nei confronti di un debitore (ceduto) purché non si tratti di credito strettamente personale o intrasferibile per legge. La cessione può avvenire anche senza il consenso del ceduto ma il cessionario ha l'onere di notificare a quest'ultimo la cessione se vuole evitare che questi sia considerato liberato in caso di pagamento al cedente

in buona fede o per tutelarsi da eventuali cessione multiple del medesimo credito da parte del cedente¹⁷.

Tuttavia, la cessione del credito non è un tipo contrattuale a sé stante ma può essere alla base di numerosi contratti, sia tipici che atipici, assolvendo a funzioni principali diverse e ha conseguenze giuridiche distinte a seconda dello specifico tipo contrattuale¹⁸.

Uno dei contratti più affini ad alcuni modelli di *invoice trading* è lo sconto bancario, cioè il contratto con il quale la banca, dedotto l'interesse, anticipa al cliente l'importo di un credito verso terzi non ancora scaduto ottenendo la cessione del credito stesso, salvo buon fine (art. 1858 c.c.)¹⁹. A differenza della cessione di credito ordinaria *pro solvendo* - nella quale il cessionario deve escutere preventivamente o provare l'insolvenza del debitore ceduto per ottenere quanto dovuto dal cedente e perdendo la garanzia qualora la mancata realizzazione del credito sia imputabile a sua negligenza nell'iniziare o proseguire le istanze contro il debitore (art. 1267, comma 2, cc.) -, nello sconto la banca non è tenuta ad escutere preventivamente il debitore, essendo sufficiente provare l'inadempimento per richiedere il pagamento al cedente e realizzare la condizione risolutiva della cessione²⁰.

Ad ogni modo, sia nelle operazioni comuni di *invoice trading* che nello sconto bancario il creditore cedente riceve l'anticipazione del suo credito non ancora scaduto dietro pagamento di uno sconto comprensivo degli interessi - commisurati al tempo tra anticipazione e scadenza del credito - e di una provvigione, oltre a cedere il proprio credito, così

¹⁷ Cfr. Cass. 15 novembre 1984, n. 5786; Cass., 2 luglio 1977, n. 2243, in *Giur. it.* 1997, I, 1, 1654. In materia di cessione di credito, cfr. P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, (Giuffré, Milano, 2014), pp. 153 ss.

¹⁸ Cfr. C.M. BIANCA, *L'obbligazione - Diritto civile*, IV, (Giuffré, Milano, 1995), pp. 572 ss.; PERLINGIERI, *Della cessione di crediti*, in SCIALOJA e BRANCA (a cura di), *Commentario al codice civile*, (Bologna/Roma, 1982), p. 2; A. DOLMETTA, voce "Cessione dei crediti", in *Digesto civ.*, II, (UTET, Torino, 1988), p. 287; A. DOLMETTA e G.B. PORTALE, *Cessione del credito e cessione in garanzia nell'ordinamento italiano*, in *Banca borsa e tit. cred.* 1999, I, 77; BONTEMPI, cit., p. 155. A favore dell'autonomia contrattuale delle cessione del credito, cfr. F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, II, (Cedam, Padova, 1990), pp. 100-101.

¹⁹ In materia di sconto bancario: BONTEMPI, cit., pp. 383 ss.; DEMURO, cit., pp. 156 ss.; E. CAPOBIANCO, *Lo sconto bancario*, in ID. (a cura di), *I contratti bancari*, (UTET, Torino, 2016), pp. 1149 ss.; R. MARSEGLIA, *Lo sconto*, in PIRAINO e CHERTI, *I contratti bancari*, (Giappichelli, Milano, 2016), pp. 107 ss.

²⁰ BONTEMPI, cit., pp. 153 ss.; MARSEGLIA, cit., p. 111.

soddisfacendo l'esigenza di liquidità del cliente. Quest'ultima è attualmente ritenuta la funzione principale del contratto di sconto bancario²¹, nonostante lo storico dibattito sul punto²², così come nell'*invoice trading*.

Le operazioni di *invoice trading*, ad ogni modo, nella prassi non vengono qualificate come sconto bancario, forse anche perché quest'ultimo sembra presupporre, per disposizione del codice civile, la banca o altri intermediari finanziari regolamentati come soggetto scontante mentre nel primo, nel modello diretto, ricoprono questo ruolo gli investitori (nel modello indiretto, però, è la piattaforma, in veste di intermediario ex art. 106 t.u.b. a "scontare"; v. *infra*) ma tale interpretazione dello sconto come contratti a parti qualificate è dibattuta²³. Inoltre, possono sussistere altre differenze: in molti casi, si è visto, l'anticipazione e cessione nell'*invoice trading* avvengono senza clausola "salvo buon fine", invece indefettibile nello sconto bancario. Inoltre, lo sconto bancario ha generalmente nella prassi ad oggetto cambiali, non crediti da fatture. L'art. 1858 c.c. parla genericamente di "credito verso terzi" ma l'interpretazione prevalente sembra limitare lo sconto bancario ai crediti cedibili risultanti da documenti probatori, tra i quali è dubbio che possa rientrarvi la fattura in quanto documento proveniente dal creditore²⁴. Esiste nella prassi bancaria anche lo

²¹ DEMURO, cit., pp. 156, 159; FERRO-LUZZI, *Lo sconto bancario*, in PORTALE (a cura di), *Le operazioni bancarie*, II, Milano, 1978, p. 758; PAVONE-LA ROSA, *La cambiale*, in *Tratt. Cicu-Messineo*, Milano, 1987, 234; BONTEMPI, cit., p. 383.

²² Parte della dottrina ha infatti enfatizzato la funzione, a seconda dei casi, di scambio (cessione), di finanziamento (mutuo), di garanzia o di liquidità: cfr. BONTEMPI, cit., pp. 385 ss.; CAPOBIANCO, cit., pp. 1152 ss.; AMBROSINI, *Sconto bancario*, in *Digesto comm.*, 1992, rist. 2002, p. 276; G. CAVALLI, *Lo sconto*, in CAVALLI e CAPALDO (a cura di), *Contratti bancari - 2. Il credito documentario. Lo sconto*, (Zanichelli, Milano, 1993), pp. 171 ss.; CARRIERO, *Il contratto di sconto*, in GABRIELLI e MAIMERI (a cura di), *Contratti bancari*, (Torino, 2002), p. 6; FERRO-LUZZI, *Lo sconto bancario*, cit., p. 751; MARSEGLIA, cit., pp. 113 ss.

²³ La dottrina ritiene che lo sconto non debba interpretarsi come contratto "a parti qualificate" e che quindi possa trovare applicazione anche allo sconto tra parti private non professionali o che comunque la disciplina debba applicarsi in via analogica anche a questi contratti: CAPOBIANCO, cit., pp. 1163-64.

²⁴ Cfr. BONTEMPI, cit., p. 394 a proposito dello sconto di fatture. Lo sconto di cambiali e di tratte documentate (artt. 1859 e 1860 c.c.) sembra un'ipotesi particolare (anche se prevalente nella prassi) di sconto bancario (art. 1858 c.c.), la cui disciplina risulterebbe applicabile a «qualsiasi credito cedibile, anche non cartolare, risultante da documenti probatori» (CAPOBIANCO, cit., pp. 1164-1165). Cfr. anche AMBROSINI, cit., p. 278; G. MOLLE e L. DESIDERIO, *Manuale di diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria*, (Giuffrè, Milano, 2005), p. 187; App. Milano, 27 ottobre 1998, in *Banca borsa tit. cred.* 2000, II, 577; F. DI FONZO, *Lo sconto bancario*, in G. CASSANO (a cura di), *I singoli contratti*, Tomo II - *Contratti bancari*, (Cedam, Padova, 2010), p. 1103.

“sconto di fatture” ma questo, in base alla prevalente interpretazione, consiste in una forma di mandato all’incasso ed è quindi solo impropriamente chiamato “sconto”, mancando l’elemento fondamentale della cessione del credito²⁵.

3.2. Il factoring e la cessione di crediti d’impresa

Un ulteriore contratto che potrebbe rilevare nell’ambito dell’*invoice trading* è il *factoring*, spesso infatti richiamato dalle piattaforme come metro di paragone, per sottolinearne i difetti di questo rispetto ai contratti offerti (cfr. sito di Credimi).

Il *factoring* è un contratto atipico nato dalla prassi - ed in parte regolato dalla legge n. 52/1991 in materia di cessione di crediti di impresa - con cui un imprenditore (cedente) trasferisce o si impegna a trasferire a titolo oneroso ad una società specializzata di *factoring* (*factor*) i crediti presenti o futuri derivanti dall’esercizio dell’attività imprenditoriale e nei confronti dei propri clienti (ceduti). Nel *factoring* ritroviamo come centrale la cessione dei crediti (*pro solvendo* o *pro soluto*) e, questa volta solo eventualmente, l’anticipazione parziale del credito a fronte del pagamento di interessi; in aggiunta, invece, è presente anche il servizio di gestione, contabilizzazione e riscossione del credito dietro pagamento di una commissione che assume una rilevanza particolare e può essere accompagnato dal servizio di consulenza o simili²⁶. Anche con riferimento al *factoring*, si discute sulla prevalente natura di scambio, di liquidità/finanziamento o di mandato ma tende ad essere qualificato come contratto quadro (cui seguiranno le varie cessioni) e la cui funzione

²⁵ DEMURO, cit., pp. 165-166; BONTEMPI, cit., pp. 393-394; CAPOBIANCO, cit., pp. 1177-78; MACCARONE, *Lo sconto di fatture e di ricevute bancarie*, in PORTALE (a cura di), *Le operazioni bancarie*, cit., pp. 773 ss. Cfr. anche Cass. Civ., 22 marzo 2001, n. 4085, in *Mass. Giur. it.* 2001; Cass. Civ., 6 febbraio 1999, n. 1041, in *Contr.* 1999, 8-9, 790; Cass. Civ., 6 febbraio 1999, n. 1038 in *Mass. Giur. it.* 1996; Cass. Civ., 18 maggio 1996, n. 4616, *ivi*. *Contra* AMBROSINI, cit., p. 278; R. CICCONE, *Lo sconto bancario*, in F. FIORUCCI, *La disciplina dei rapporti bancari: normativa, giurisprudenza e prassi*, (Cedam, Padova, 2012), p. 119.

²⁶ In materia di *factoring*: BASSI, *Factoring e cessione di crediti di impresa*, (Milano, 1993); R. CLARIZIA, *Il factoring*, in CLARIZIA, *I contratti di finanziamento dell’impresa*, in BUONOCORE (diretto da), *Tratt. dir. comm.*, (Torino, 2002); DE NOVA, *Il factoring*, in *Id.*, *I nuovi contratti*, Torino, 1994, pp. 121 ss.; DEMURO, cit., p. 157; BONTEMPI, cit., pp. 161 ss.; MARSEGLIA, cit., pp. 135-136; G. DESIDERIO, *Il factoring*, in URBANI, cit., pp. 266 ss.

prevalente dipenderà anche dallo specifico regolamento contrattuale²⁷; esso è comunque inserito per legge tra i contratti di finanziamento e quindi tra le attività coperte da riserva quando svolte professionalmente (cfr. *infra* §4.1). Nella prassi la cessione dei crediti avviene in massa, è regolata in conto corrente e spesso soggetta ad una clausola di esclusiva, per cui ad una convenzione iniziale, seguono i singoli contratti di cessione dei crediti di attuazione della prima²⁸. Al *factoring* si applicano, quando ne ricorrano le condizioni, la disciplina della l. 52/1991 e, in via residuale e sussidiaria, la disciplina codicistica in materia di cessione del credito *ex art.* 1260 ss. c.c.

La l. 52/1991 si applica infatti alle imprese che esercitino professionalmente l'attività di acquisto di crediti ove il cedente sia un imprenditore, i crediti oggetto di cessione siano sorti nell'esercizio dell'attività di impresa ed i soggetti cessionari siano banche o intermediari *ex art.* 106 t.u.b. o (più recentemente anche) società che svolgano attività di acquisto di crediti vantati nei confronti di terzi da società del proprio gruppo o da terzi nei confronti di società del gruppo. La cessione può avere ad oggetto anche crediti futuri (con indicazione del ceduto e del periodo di stipulazione dei contratti, comunque non superiore a 24 mesi) e di massa. La legge prevede anche la garanzia del cedente (entro una certa somma) sui crediti ceduti e l'opponibilità agli aventi causa e creditori del cedente in presenza del pagamento anche parziale del corrispettivo²⁹.

Il fatto che i contratti di *invoice trading* non prevedano generalmente alcun obbligo di utilizzo del servizio e quindi di cessione - al contrario del *factoring* dove il cedente si obbliga a trasferire una serie di crediti, di solito in massa e continuativamente - e il servizio di gestione dei crediti e di incasso non siano centrali, in aggiunta alla presenza di molteplici cessionari (invece di una sola impresa di *factoring* con diritto di esclusiva), permette tuttavia di differenziare tali contratti da quelli di *factoring*. La l. 52/1991 troverà invece applicazione nei casi in cui i cessionari siano intermediari *ex art.* 106 t.u.b.

²⁷ BONTEMPI, cit., pp. 165-166; DESIDERIO, cit., pp. 270 ss.

²⁸ BONTEMPI, cit., p. 163.

²⁹ In materia, cfr. P. PERLINGIERI, *Le cessioni dei crediti ordinari e "d'impresa"*, (Napoli, 1992); G. CIAN, *Commento alla l. 21 febbraio 1991, n. 52*, in *NLCC*, 1994, 245; G.C. RIVOLTA, *La disciplina della cessione dei crediti d'impresa*, in *Riv. dir. civ.* 1991, 709.

4. Inquadramento giuridico nella prospettiva del diritto dell'economia. Ulteriori discipline.

4.1. Invoice trading e riserve di attività nel t.u.b.

La qualificazione giuridica in ottica di regolazione finanziaria (diritto dell'economia) appare più complessa. La maggior parte delle piattaforme di *invoice trading* attive in Italia non sono soggetti regolamentati ai sensi del testo unico bancario (t.u.b.) o del testo unico in materia di intermediazione finanziaria (t.u.f.), essendo Credimi l'unica a disporre di un'autorizzazione come intermediario finanziario non bancario *ex art. 106 t.u.b.*

Di per sé, infatti, la facilitazione di cessioni del credito (o queste ultime di per sé) non è attività coperta da riserva bancaria o finanziaria. D'altra parte, l'acquisto di crediti a titolo oneroso rientra invece nel concetto di "*attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma*" di cui all'art. 106 t.u.b. come precisato dall'art. 2, comma 1, lett. b) del Decreto MEF n. 53/2015 e quindi riservato alle banche ed agli intermediari di cui all'art. 106 t.u.b. quando svolto nei confronti del pubblico, cioè nei confronti di terzi con carattere di professionalità (art. 3, comma 1, Decreto MEF 53/2015). Essi sono attualmente sottoposti ad un'autorizzazione, disciplina e vigilanza "equivalente" a quella bancaria seppur più semplificata e talvolta leggera (per esempio, inferiori requisiti di capitale minimo e di adeguatezza patrimoniale; significative semplificazioni per gli intermediari "minori" in quanto a regole organizzative e calcolo di rischi). L'attività di concessione professionale di crediti può ad ogni modo essere ora svolta anche da OICR³⁰, che potrebbero quindi rivestire il ruolo di cessionari.

³⁰ Con il D.L. n. 18 del 14 febbraio 2016 si è introdotto nel t.u.f. il capo II-*quinquies*, artt. 46-*bis* ss. t.u.f. dedicato agli OICR di credito (e attuato con il Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 30 del 5 marzo 2015). Gli OICR di credito sono fondi alternativi chiusi, autorizzati non solo ad investire in strumenti finanziari di debito ma anche ad erogare direttamente crediti - solo a non consumatori -, i cui gestori sono sottoposti alla Direttiva AIFM, più leggera rispetto alla Direttiva UCTIS, a segnalazioni periodiche alla Banca d'Italia, nonché alla disciplina generale in materia di trasparenza dei servizi bancari e finanziari *ex artt. 115 ss. t.u.b.* e gravati dall'obbligo di partecipazione alla Centrale dei rischi. Essi devono avere forma chiusa, la durata del fondo deve essere superiore a quella dei prestiti e sono sottoposti ad un limite di concentrazione verso la stessa parte del 10%. Nel caso in cui la sottoscrizione delle quote sia aperta anche agli investitori al dettaglio, i fondi dovranno rispettare ulteriori requisiti, tra i quali l'approvazione del regolamento del fondo da parte della Banca d'Italia, un limite di leva finanziaria del 30% del valore netto complessivo del fondo, uso di derivati solo per copertura dei rischi e norme prudenziali di contenimento e di frazionamento del rischio

Anche la conclusione prevalente, continuativa e professionale di contratti di sconto³¹, per interpretazione dottrinale, sarebbe coperta da riserva in quanto consisterebbe in una particolare forma di concessione di credito.

Conseguentemente, la piattaforma di *invoice trading* che acquisti in proprio il credito per rivenderlo agli investitori e/o a maggior ragione anticipi il credito all'impresa richiedente (specialmente se con un contratto qualificabile come sconto o *factoring*), dovrà essere un soggetto autorizzato alla concessione di finanziamenti al pubblico con carattere di professionalità (come avviene infatti per Credimi). Invece, qualora la piattaforma si limiti a mettere in contatto investitori ed imprese e siano solo gli investitori ad acquistare a titolo oneroso e/o ad anticipare il credito, la stessa non avrà bisogno, in linea di principio, di richiedere alcuna autorizzazione, essendo se mai gli investitori a dover disporre dell'autorizzazione come intermediari *ex art. 106 t.u.b.* (o fondi di investimento o banche) qualora svolgano tali attività di acquisto crediti a titolo oneroso ed anticipazione nei confronti del pubblico (con regolarità e professionalmente). In tale ultimo caso, però, la piattaforma dovrebbe ottenere una licenza come mediatore creditizio *ex art. 128-sexies t.u.b.* (non soggetto a vigilanza e sottoposto a limitati requisiti in termini di indipendenza e professionalità), poiché si ritroverebbe a mettere in relazione, professionalmente e nei confronti del pubblico, intermediari finanziari e clientela per la concessione di finanziamenti (art. 128-*sexies*, commi 1 e 2, t.u.b.). Tale sembrerebbe essere il caso di CrowCity e Fifty, piattaforme iscritte nel registro tenuto dall'OAM (Organismo degli Agenti e Mediatori) come mediatori creditizi.

stabilite dalla Banca d'Italia. Inoltre, il gestore del fondo avrà l'obbligo di sottoscrivere in proprio una quota almeno del 2% del valore complessivo netto iniziale di ciascun FIA e delle successive emissioni. In materia cfr. M. BIASIN e M. SCIUTO, *Il fondo di credito diretto (direct lending fund)*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2016, 5, 538; E. GUFFANTI e P. SANNA, *I fondi di credito*, in *Società*, 2016, 7, 862; id., *La nuova disciplina dei fondi di credito*, in *Società*, 2017, 8-9, 1008.

³¹ CAPOBIANCO, cit., pp. 1163-64.

4.2. *Discipline e riserve di attività in materia di investimenti. Prospetto (offerta al pubblico di prodotti finanziari) e MiFID (servizi di investimento su strumenti finanziari).*

L'acquisto di un credito con anticipo al cedente della somma sottostante scontata degli interessi, può essere vista come una forma di investimento per l'acquirente (oltre che di finanziamento per il cedente). Tuttavia, nella maggior parte delle operazioni di *invoice trading* non trovano applicazione le normative in materia di investimenti né le riserve di attività e le relative vigilanza e normativa applicabili alle imprese di investimento.

In particolare, nel modello diretto, difficilmente saranno applicabili le normative Prospetto o *MiFID*.

Con riferimento alla prima normativa, infatti, l'offerta rivolta agli investitori di impiegare il proprio denaro attraverso la piattaforma potrebbe anche essere considerata come rivolta al pubblico³² ed avere ad oggetto prodotti finanziari, con tali intendendosi, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. u) t.u.f., «*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*» e, quindi, per via interpretativa, qualunque forma di raccolta del

³² Costituisce offerta al pubblico «ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o sottoscrivere tali prodotti finanziari» (art. 1, comma 2, lett. t) t.u.f.). Per interpretazione consolidata della Consob, si può parlare di offerta al pubblico qualora sia rivolta ad una pluralità di soggetti non esattamente individuabili *ex ante* (quali gli utenti di internet). Tuttavia, il fatto che gli investitori siano utenti registrati di un certo sito internet (e quindi in un numero potenzialmente limitato anche se non predeterminato ed individuabili al momento dell'offerta) potrebbe non ostare alla qualificazione dell'offerta come rivolta al pubblico in presenza di un numero elevato di destinatari e di un'offerta standardizzata e di massa: cfr. Trib. Milano, 20 marzo 2006 n. 3575, in *Giur. Merito*, 2006, 1385 (nota di Sangiovanni). Cfr. anche Comunicazione Consob n. DIN/1055860 del 19 luglio 2001 e n. DAL/97007063 del 13 agosto 1997 e n. DEM/5017297 del 18 marzo 2005; DE POLI, *L'offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita di prodotti finanziari*, in F. CAPRIGLIONE, *L'ordinamento finanziario italiano*, (Padova, 2010), pp. 889-890; FIORUZZI, DE NARDIS e PUPPIENI, *Commento all'art. 94 TUF*, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, artt. 91-165 *septies* - tomo II, (Torino, 2012), pp. 1060-1061; NUZZO, *Commento all'art. 100 TUF*, in FRATINI e GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, artt. 91-165 *septies*, cit.; BRUNO e ROZZI, *Dalla sollecitazione all'investimento all'offerta al pubblico di prodotti finanziari*, in *Giur. Comm.*, 2008, 2, 276. Internet è comunque considerato un mezzo di comunicazione a distanza per cui si ricadrebbe nella fattispecie dell'offerta a distanza *ex art. 32 t.u.f.*: Comunicazione Consob n. DI/99052838 del 7 luglio 1999; L. ENRIQUES, *Servizi di investimento, offerta a distanza e appello al pubblico risparmio mediante Internet*, in *Dir. banca e mercati fin.*, 2003, I, 26, 37; R. LENER, *Promotion and selling of financial products and services through the internet*, in *Dir. comm. int.* 2001, 15, 4, 829.

risparmio comportante l'impiego di capitali con attesa di rendimento correlata al rischio sottostante³³. Tuttavia, da un lato, si potrebbe mettere in dubbio la sussistenza di un prodotto finanziario nell'ambito dell'*invoice trading* in quanto la ricezione del denaro da parte del cedente non è, economicamente e tecnicamente parlando, una raccolta del risparmio ed un'emissione ma una cessione di un bene (credito) a prezzo scontato, con funzione di liquidità più che di finanziamento. Inoltre, l'offerta da parte di ciascun cedente non è strettamente standardizzata in quanto pur in presenza di fatture numerose e più o meno standardizzate tra loro anche con riferimento ai debitori ceduti, ammontare e condizioni, non sarebbe probabilmente agevole identificare in un dato momento precise classi.

D'altra parte, è necessario tenere conto delle esenzioni disponibili. Infatti, anche se si considerasse come sussistente un'offerta al pubblico di prodotti finanziari, il corrispettivo totale per singola fattura (e forse anche quello totale nei dodici mesi con riferimento alle fatture emesse nei confronti del medesimo cliente dallo stesso cedente) sarebbe presumibilmente inferiore alla soglia di esenzione dall'obbligo di prospetto, attualmente di ben € 8 milioni (art. 34-ter, comma 1, lett. c), regol. emittenti, come modificato dalla delibera Consob n. 20710 del 21 novembre 2018 a seguito dell'adeguamento al nuovo Regolamento Prospetto n. 2017/1129/EU). Inoltre, le piattaforme di *invoice trading* sono al momento riservate ad investitori professionali per cui dovrebbe operare l'esenzione dall'obbligo di prospetto per le offerte rivolte esclusivamente ad investitori qualificati; qualora poi gli investitori, anche *retail*, registrati sul sito e con accesso alle offerte complete, siano in numero inferiore a 150, l'offerta sarebbe esente in quanto "privata" (art. 34-ter, comma 1, lett. a) e b) regol. emittenti).

Una forma particolare di offerta di prodotti finanziari è costituita dall'offerta a distanza, cioè l'offerta effettuata attraverso «tecniche di contatto

³³ Cfr. Comunicazione Consob n. DEM/1027182 del 12 aprile 2001. In letteratura, cfr. M. MIOLA, *Commento all'art. 10*, in G.F. CAMPOBASSO, *Testo Unico della Finanza. Commentario*, (Giappichelli, Torino, 2002), I, 83; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, (Giappichelli, Torino, 2017), pp. 354 ss.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, (Giappichelli, Torino, 2014), pp. 8 ss.; R. COSTI e L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato Cottino*, VIII, (Cedam, Padova, 2004), pp. 42 ss.; M. FRATINI, *Commento all'art. 1, commi 1 e 2 T.U.F.*, in M. FRATINI e G. GASPARRI (a cura di), *Il Testo Unico della Finanza*, artt. 1-90, tomo I, (Giappichelli, Torino, 2012), pp. 20 ss.

con la clientela, diverse dalla pubblicità, che non comportano la presenza fisica e simultanea del cliente e del soggetto offerente o di un suo incaricato» e tra le quali rientra certamente internet³⁴. Essa è una disciplina nazionale (art. 32 t.u.f. e artt. 125 ss. regol. intermediari come modificato dalla delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018) ed ha la funzione di accordare protezione all'investitore potenzialmente "spiazzato" dall'offerta non effettuata presso la sede dell'emittente o dell'intermediario (cfr. offerta fuori sede), in difficoltà per l'impossibilità di interagire direttamente con l'intermediario ed eccessivamente attratto dalla facilità di aderire all'offerta senza comprenderne le implicazioni³⁵. Tale disciplina, nonostante il sempre maggiore impiego di internet anche nel settore finanziario, rimane parzialmente oscura e soggetto ad interpretazioni molto diverse. Essa, ad ogni modo, sembrerebbe richiedere, salvo che non ci si rivolga esclusivamente ad investitori professionali, l'autorizzazione come banche, imprese di investimento o SGR per effettuare la promozione e collocamento a distanza di propri strumenti finanziari, servizi e attività di investimento oppure come banche, imprese di investimento ed intermediari finanziari non bancari (art. 106 t.u.b.) autorizzati a prestare il servizio di collocamento per effettuare la promozione e collocamento di strumenti finanziari, servizi e attività di investimento altrui³⁶.

³⁴ Cfr. ancora Comunicazione Consob n. DI/99052838, 7 luglio 1999; ENRIQUES, *Servizi di investimento*, cit.; LENER, *Promotion*, cit.; C. COMPORI, *La sollecitazione all'investimento*, in PATRONI GRIFFI et al. (a cura di), *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, Torino, 1999, p. 576.

³⁵ Cfr. C. COMPORI, *L'offerta fuori sede di strumenti finanziari nel diritto comunitario: situazione attuale e prospettive di riforma*, in *Dir. banca e merc. fin.*, I, 52, p. 59; F. CARBONETTI, *Lo jus poenitendi nell'offerta fuori sede di prodotti finanziari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2001, I, 770; F. PARRELLA, *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di "prodotti finanziari" e di "servizi di investimento"*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2000, I, 38, pp. 67-68.

³⁶ Mentre è pacifico che per offrire strumenti finanziari altrui e servizi di investimento altrui serva l'autorizzazione a prestare il servizio di collocamento e che per promuovere e collocare propri servizi di investimento sia sufficiente l'autorizzazione ad offrire quei servizi di investimento, è dibattuta la questione se l'art. 32 TUF richieda anche l'autorizzazione come banca e impresa d'investimento per la promozione ed il collocamento di strumenti finanziari propri (attività che altrimenti non sarebbero coperte da riserve di attività e soggette solo alla normativa prospetto - ed eventualmente *equity crowdfunding*; peraltro, solo quando emessi da banche ed imprese di investimento, l'attività costituirebbe, ex art. 1, comma 1 n. 5-*speties*.1, TUF come modificato dal recepimento della *MiFID II*, servizio di esecuzione ordini). Cfr. C. MOSCA, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.* 2016, 648, in particolare p. 677 (l'offerta al pubblico di propri strumenti finanziari sarebbe libera solo se effettuata

Secondo un'interpretazione ancora più ampia (e dibattuta), tale disciplina e riserva potrebbero coprire anche l'offerta a distanza di prodotti finanziari in generale³⁷. In tal caso, le piattaforme di *invoice trading* dovrebbero ottenere un'autorizzazione come imprese di investimento o intermediari *ex art. 106 t.u.b.* autorizzati ad effettuare il servizio di

presso la propria sede mentre sarebbe coperta dalla riserva *ex art. 32 TUF* quando svolta con tecniche di comunicazione di massa); ANNUNZIATA, cit., 199-200.

³⁷ La rubrica dell'art. 32 t.u.f. si riferisce alla sola «*promozione e collocamento a distanza di servizi e attività di investimento e strumenti finanziari*» (non anche prodotti finanziari) ma il comma 2 dell'articolo in questione assegna alla Consob, sentita la Banca d'Italia, il potere di «*disciplinare con regolamento, in conformità dei principi stabiliti nell'articolo 30 e nel decreto legislativo 19 agosto 2005, n. 190, la promozione e il collocamento mediante tecniche di comunicazione a distanza di servizi e attività di investimento e di prodotti finanziari*». Inoltre, l'art. 125, comma 1, regol. intermediari che disciplina appunto la promozione e collocamento di servizi, attività e prodotti altrui, si riferisce anche ai "prodotti finanziari" (riferimento che si perde invece nuovamente nel comma 4 a proposito di promozione e collocamento di servizi e attività propri). Il comma 9 dell'art. 30 TUF (in materia di offerta a distanza, della quale talvolta l'offerta a distanza è ritenuta fattispecie speciale) estendeva espressamente il suo campo di applicazione ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari e sembrava quindi legittimare l'interpretazione estensiva anche per l'offerta a distanza. Tuttavia, l'attuale formulazione del medesimo comma («*Il presente articolo si applica anche ai depositi strutturati e ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari emessi da banche*») potrebbe invece essere interpretato in senso opposto. Un'interpretazione infatti più ristretta (sostenuta dalla collocazione sistematica della norma e dalla necessità di una riserva espressa nella norma primaria) attribuisce alla disciplina in questione la funzione di precisare l'applicabilità, anche in caso di offerta a distanza, delle riserve già esistenti (per cui per l'offerta di servizi propri è sufficiente l'autorizzazione ad effettuare quei servizi mentre per l'offerta di strumenti e servizi altrui è necessaria l'autorizzazione a svolgere il servizio di collocamento) - o, al massimo, di introdurre la riserva per offrire a distanza propri prodotti finanziari, - e di ribadire, anche in tale contesto, l'applicabilità delle regole di condotta in materia di servizi di investimento (e, anche con riferimento all'art. 30, comma 9, TUF, estendere tali regole di condotta anche in caso di offerta di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari solo quando offerti da intermediari autorizzati). Sul tema cfr. E.M. NEGRO, *L'offerta fuori sede di "prodotti diversi" dagli strumenti finanziari e dai servizi di investimento*, in *Banca, borsa tit. cred.* 2001, 5, 633; COSTI e ENRIQUES, cit., pp. 52, 177, 242-242; ENRIQUES, cit., pp. 30-31; F. PARELLA, *La disciplina speciale dell'offerta a distanza di "prodotti finanziari" e di "servizi di investimento"*, in *Dir. banc. merc. fin.* 2000, I, 38, pp. 39 nota 3 e p. 53 nota 31; Id., *Commento sub art. 30*, in FRATINI e GASPARRI, *Commentario cit.*, pp. 489-490; ANNUNZIATA, cit., p. 199; MOSCA, cit., p. 677; A. GENTILI, *Commento all'art. 32*, in ALPA e CAPRIGLIONE (a cura di), *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, (Cedam, Padova, 1998), I, pp. 338 ss., in particolare p. 346; P. SAMMARCO, *Promozione e negoziazione dei prodotti finanziari tramite Internet*, in *Dir. informatica*, 1999, 6, 1067; E. NTUK, voce "Commercio elettronico di prodotti finanziari", in *Digesto - disc. comm.*, (UTET, Torino, 2003); L. BONZANINI, *La disciplina del collocamento a distanza di prodotti finanziari*, in *Contratti* 1999, 5, 515; F. SALERNO, *Offerta a distanza di prodotti finanziari*, in *Giur. It.*, 2003, 8-9, 1733; L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in A.A.V.V., *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Atti del convegno Crowdfuture 2013, <https://www.slideshare.net/crowdfuture/proceedings-legal>.

collocamento (in quanto offerta di prodotti altrui, figurando forse l'impresa cedente più propriamente come emittente) e rispettare le regole di condotta in materia di servizi investimento (art. 127, nuovo regol. interm.); tuttavia, questa ricostruzione non è stata finora ipotizzata, anche perché, si ripete, un'interpretazione così ampia non è affatto unanime e comunque l'accesso alle piattaforme è finora limitato ad investitori professionali (fattispecie alla quale non è applicabile la disciplina dell'offerta a distanza *ex art. 125, comma 5, reg. interm.*). Qualora invece si limitasse l'ambito della riserva contenuta nell'art. 32 t.u.f. all'offerta a distanza dei soli servizi di investimento e strumenti finanziari, la conclusione appena descritta sarebbe subordinata alla (difficile) riconducibilità dei prodotti delle piattaforme di *invoice trading* alla nozione di strumento finanziario (sulla quale v. subito *infra*).

Muovendo alla disciplina in materia di servizi di investimento, l'attività di intermediazione della piattaforma difficilmente sarà riconducibile ad attività riservata alle imprese di investimento ai sensi del t.u.f. (di derivazione *MiFID II*), non solo per la difficoltà di ricondurla ad uno dei servizi di investimento ivi previsti (ricezione e trasmissione di ordini, collocamento, consulenza, ecc.) ma anche perché non parrebbe avere ad oggetto strumenti finanziari (entrambe condizioni per l'applicazione della disciplina in questione). I crediti da fatture, infatti, non sembrerebbero qualificabili come strumenti finanziari.

Nel nostro ordinamento non è presente una definizione legale di strumento finanziario ma il t.u.f. (allegato I, sezione C), riprendendo la disciplina comunitaria, riporta un elenco di strumenti finanziari tra i quali figurano i valori mobiliari, gli strumenti del mercato monetario, le quote di OICR, le quote di emissione e gli strumenti derivati. Tale elenco è considerato come chiuso, estensibile, per stessa disposizione del t.u.f., attraverso decreto ministeriale³⁸. Tuttavia, mentre parte della dottrina ritiene che l'elenco degli strumenti finanziari sia tassativo³⁹, la maggior parte degli interpreti permette l'estensione della nozione di strumenti finanziari a nuovi strumenti non specificati nell'elenco per mezzo delle

³⁸ COSTI e ENRIQUES, cit., p. 38; ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., p. 95.

³⁹ E. RIGHINI, Commento all'art. 1 t.u.f., in F. VELLA (a cura di), *Commentario al Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria*, Giappichelli, Torino, 2012.

ampie espressioni utilizzate per identificare le singole sottocategorie⁴⁰. Ad esempio, i valori mobiliari sono definiti come le categorie di valori che possono essere negoziati sul mercato di capitali ed identificati, espressamente in via esclusivamente esemplificativa, non solo con le azioni e obbligazioni ma anche con gli altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di certificati di deposito azionario, titolo di debito e qualsiasi altro valore mobiliare che permette di acquisire o vendere i precedenti o comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure. Conseguentemente, nuovi prodotti potrebbero essere considerati strumenti finanziari qualora risultino assimilabili a quelli specificatamente indicati. Tratto distintivo degli strumenti finanziari è stato quindi identificato, proprio riprendendo le espressioni utilizzate per i valori mobiliari, nella negoziabilità, con questa intendendosi la trasferibilità e la capacità di essere oggetto di transazioni (anche non su mercati regolamentati o assimilabili)⁴¹. Alcuni autori sottolineano inoltre che, per essere oggetto di transazioni non private e di massa, sia anche necessario un certo livello di standardizzazione e fungibilità, in modo da agevolare lo scambio e permettere l'incontro semplificato di domanda e offerta⁴², oltre che l'identificazione di classi (cfr. *supra* anche in merito al concetto di prodotto finanziario)⁴³. In realtà, il carattere di massa e fungibile (con la predeterminazione delle caratteristiche dei titoli e dell'ammontare totale dell'offerta per cui ogni titolo avrà lo stesso valore e attribuirà gli stessi diritti) è proprio solo dei valori mobiliari ("titoli di massa") ma è sfuggente

⁴⁰ R. LENER, *Strumenti finanziari e servizi di investimento. Profili generali*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 1997, 50, 3, 326, in particolare, pp. 339-340; COSTI e ENRIQUES, cit., p. 38; FRATINI, cit.; ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., pp. 94-95, 97; M. ONZA e L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2009, I, 567.

⁴¹ Cfr. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., pp. 97-98; COSTI e ENRIQUES, cit., pp. 1-2 e 39 ss.; L. GAFFURI, *I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi*, Milano, Giuffrè, 2010, pp. 9 ss.; Comunicazioni Consob del 28 gennaio 1999 n. 99006197 e del 16 marzo 1999 n. 99018236.

⁴² Cfr. V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, 1, 1; Fratini, cit.; COSTI e ENRIQUES, cit., p. 40.

⁴³ Cfr. P. HACKER e C. THOMALE, *Crypto-Securities Regulation: ICOs, Token Sales and Cryptocurrencies under EU Financial Law*, in corso di pubblicazione in *European Company and Financial Law Review*, disponibile al link <https://ssrn.com/abstract=3075820>; CESR, *Technical Advice on Possible Implementing Measures of the Directive 2004/39/EC on Markets in Financial Instruments*, CESR/05-290b, BOX 25, p. 84; E.M. MASTROPAOLO, voce "Strumenti finanziari", in *Digesto - disc. comm.* (UTET, 2009).

con riferimento ad altri strumenti finanziari quali quote di OICR aperti, e contratti derivati.

Ad ogni modo, non è chiaro se per essere qualificato come strumento finanziario un prodotto debba semplicemente essere negoziabile o, al contrario, debba anche presentare ulteriori caratteristiche assimilabili agli strumenti elencati dalla legge nelle diverse categorie (come avviene, ad esempio, per gli strumenti ibridi o partecipativi, simili, a seconda dei casi, ad azioni o obbligazioni)⁴⁴. A livello europeo parrebbe sussistere l'interpretazione ampia⁴⁵ ma i singoli paesi europei non presentano soluzioni unanimi e tendono ad essere restrittivi nell'interpretazione in questione. Tale aspetto è decisivo nel contesto del *FinTech* in generale, ponendosi non solo con riferimento all'*invoice trading*, ma anche e soprattutto al *lending-based crowdfunding*, alle cripto-valute e ai *token* offerti nell'ambito delle *Initial Coin Offerings (ICOs)*⁴⁶. La tecnologia, infatti, sta

⁴⁴ Cfr. HACKER e THOMALE, cit. pp. 24 ss.

⁴⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Questions on Single Market Legislation, ID 150 - Definitions (Internal reference 2.) 'transferable securities, Article 4(1)(18) of Directive 2004/39/EC, <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=150>*: per il concetto di strumento finanziario sarebbe centrale la sua negoziabilità sul mercato dei capitali, anche quest'ultimo da considerarsi «*a broad one and is meant to include all contexts where buying and selling interest in securities meet*»); COMMISSIONE EUROPEA, *Question ID 285, Definitions – «transferable securities», Internal reference 115, <http://ec.europa.eu/finance/koel/index.cfm?fuseaction=question.show&>*: «[...] *The concept of negotiability contains the notion that the instrument is tradable. If restrictions on transfer prevent an instrument from being tradable in such contexts, it is not a transferable security*»; cfr. anche EUROPEAN SECURITIES MARKET EXPERT GROUP, *Financial Instruments – Impact of definitions on the perimeter of FSAP Directives, 4 (2008), http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/fin-instruments-050308_en.pdf*; G. CASTELLANO, *Towards a General Framework for a Common Definition of "Securities": Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts*, in *Uniform Law Review* 2012, 17, 3, 449 (che individua nella trasferibilità e attribuibilità di un controvalore le caratteristiche principali degli strumenti finanziari).

⁴⁶ Si discute ormai da anni sulle possibili qualificazioni del bitcoin e delle altre valute virtuali. Con riferimento alla qualificazione come strumento finanziario, sussistono difficoltà legate al sistema decentrato di produzione e quindi all'assenza di un soggetto qualificabile come emittente e alle differenze significative esistenti rispetto alle categorie più diffuse di strumenti finanziari. In Germania, la BaFin ha qualificato il Bitcoin come strumento finanziario, in particolare come "*units of account*" (categoria però inclusa tra gli strumenti finanziari solo in Germania - non dal diritto europeo) e solo ai fini della normativa bancaria (non in materia di servizi di investimento). In Italia, il Tribunale di Verona, in una sentenza per la verità criticabile per mancanza di adeguata motivazione sul punto, si è riferita al bitcoin come ad uno "strumento finanziario" ma al solo fine di applicare la disciplina in materia di promozione a distanza di servizi finanziari a consumatori (ai sensi del codice del Consumo) al servizio di conversione bitcoin-euro in

permettendo e favorendo la circolazione di beni, posizioni contrattuali e diritti prima “statici”, per cui la trasferibilità è ora un carattere frequente, divenendo quindi decisivo l’eventuale requisito della standardizzazione e/o dell’assimilabilità agli strumenti finanziari inseriti espressamente nell’elenco. Ad esempio, un *token* offerto al pubblico attraverso un’*ICO* che riconosca al titolare diritti di voto o altri diritti amministrativi o patrimoniali dipendenti dall’andamento della società sarebbe facilmente configurabile come strumento finanziario (“*equity token*”) ma se attribuisse invece altre utilità quali il diritto ad utilizzare un certo bene (ad esempio, software; “*utility token*”) e l’aspettativa di ritorno economico derivasse solo dall’eventuale futura vendita del *token* sul mercato secondario, sarebbe più difficile ricondurlo alla categoria delle azioni, obbligazioni o titoli assimilabili (salvo che non possa configurarsi come strumento derivato), svolgendo una funzione economica e concettuale non completamente assimilabile.

Similmente, l’investimento concretizzatosi nell’acquisto del credito da fattura nell’ambito dell’*invoice trading* “diretto” potrebbe per certi versi essere accostato ad un titolo di debito (con maturità breve e remunerazione e restituzione del capitale non periodica) e presentare caratteristiche abbastanza standardizzate per debitori ceduti, ammontare e condizioni ma difficilmente potrebbe parlarsi di emissione di massa (come per i titoli di debito) in quanto sarebbe impraticabile identificare in un dato momento più

vista di un’operazione di *crowdfunding*: Tribunale di Verona, 24 gennaio 2017, n. 195 www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/tribunale_di_verona_24_gennaio_2017_n._195.pdf e in *Banca, borsa e tit. cred.* 2017, 4, 471 con commento di PASSARETTA, *Bitcoin: il leading case italiano*. Invece, i *token* con certe caratteristiche (ad esempio, trasferibili, attributivi di diritti di voto e patrimoniali, ecc.) emessi nell’ambito di *ICO*s ed i derivati su cripto-valute tendono ad essere considerati strumenti finanziari da molti Stati membri (per cenni comparatistici, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO, *FinTech*, cit. In Italia, la Consob ha recentemente qualificato i *token* solo come prodotti finanziari e conseguentemente bloccato un’*ICO* in quanto effettuata senza il rispetto della normativa in materia di prospetto e offerta al pubblico di prodotti finanziari (che appunto in Italia è estesa anche ai prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari): cfr. Delibera Consob n. 20660 del 31 ottobre 2018. Sul tema cfr. anche N. VANDEZANDE, *Virtual Currencies: A Legal Framework*, (Intersentia, Cambridge, 2018); P. MAUME e M. FROMBERGER, *Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling US and EU Securities Laws*, in corso di pubblicazione in *Chicago Journal of International Law* e disponibile su <https://ssrn.com/abstract=3200037>, pp. 7 ss e 41ss.; N. VARDI, *Bit by bit: Assessing the Legal Nature of Virtual Currencies*, in G. GIMIGLIANO, *Bitcoin and mobile payments; constructing a European Union Framework*, (Londra, 2016), pp. 61 ss.; S. SHCHERBAK, *How should Bitcoin be regulated?*, in *European Journal of Legal Studies* 2014, 7 (1), 45, p. 56.

fatture come appartenenti ad una stessa classe ed emesse insieme, appunto in massa, specialmente ove il prezzo/sconto sia negoziato privatamente tra impresa e investitori e l'importo variabile; inoltre, il fatto che il debitore sia diverso dall'emittente (salvo in caso di clausole salvo buon fine e inadempimento del debitore ceduto) e le regole di trasferimento del diritto diverse⁴⁷ potrebbero far dubitare dell'opportunità di assimilazione tra le figure.

In conclusione, qualora si escludesse la configurabilità di strumenti finanziari e di servizi di investimento nelle operazioni di *invoice trading* "diretto" (come avviene attualmente), la disciplina di derivazione *MiFID* non troverebbe applicazione per cui la piattaforma non sarebbe tenuta a rispettare le prescrizioni ivi previste per le imprese di investimento con riguardo agli obblighi organizzativi e prudenziali, informativi, di condotta, di *product governance* e di diligenza nei controlli sulle imprese coinvolte.

4.3. (segue) Cartolarizzazione e fondi comuni di investimento

Nel modello invece "indiretto" di *invoice trading*, è la piattaforma online ad acquistare i crediti per trasferirli ad una *SPV* che procederà alla cartolarizzazione degli stessi ed emissione dei relativi titoli agli investitori. In tal modo, la remunerazione dei titoli dipenderà dall'effettivo pagamento dei crediti ed i crediti ceduti costituiranno patrimonio separato a garanzia dei diritti degli investitori⁴⁸. Talvolta, i crediti, sempre nell'ambito di

⁴⁷ Si segnala che in Francia, ove gli imprenditori (anche individuali) possono emettere, solo direttamente (senza intermediari), "*bons de caisse*", cioè titoli di debito nominativi e non negoziabili (non aventi lo stesso valore nominale nell'ambito della stessa emissione, con maturità non superiore ai 5 anni e trasferibili secondo le regole in materia di cessione dei crediti - cioè per iscritto e con notifica al debitore perché sia a questi opponibile: artt. L223-1 ss. *CMF* e artt. 1321 ss. *code civil*), una recente riforma ha previsto che una forma speciale di questi, detti mini-bond (emettibili, entro certi limiti massimi, solo da s.p.a. e s.r.l. con capitale interamente versato, attraverso l'intermediazione di una piattaforma online, anche con valore nominale uguale), possano essere emessi, sottoscritti e trasferiti attraverso *blockchain* in deroga alle regole dei *bons de caisse* e con gli stessi effetti delle norme del codice civile sul trasferimento dei crediti (art. L223-6 ss, in particolare L223-13 *CMF*).

⁴⁸ In materia di cartolarizzazione, P. BONTEMPO e G. SCAGLIARINI, *La securitisation*, (Milano, 1999); G. FAUCEGLIA, *La cartolarizzazione dei crediti in Italia. Commento alla legge 130 del 1999*, (Torino, 2002); A. BERTOTTO, *Cessione di crediti e separazione patrimoniale nella cartolarizzazione*, (Aracne, Roma, 2013); GALLETTI e GUERRIERI, *La cartolarizzazione dei crediti*, (Bologna, 2002); V. TROMBETTI, *Le operazioni di cartolarizzazione di crediti commerciali e le recenti modifiche dei decreti Destinazione Italia e Competitività*, in *Banc.*, 2014, 61; P. MESSINA,

un'operazione di cartolarizzazione, sono trasferiti, invece che ad una SPV, ad un fondo di investimento - come espressamente ammesso anche dalla normativa in materia di cartolarizzazioni (art. 7, comma 1, lett. b, l. 130/1999) - che sarà tendenzialmente chiuso, dal momento che l'acquisto esclusivo di crediti difficilmente soddisferebbe i requisiti di liquidità dei fondi aperti.

Rispetto ai contratti esposti *sub* §3, la cessione nell'ambito della cartolarizzazione ha perciò primariamente una funzione di garanzia dell'investimento ed è opponibile ai debitori ceduti (oltre che ai terzi aventi causa e creditori del cedente) per mezzo di iscrizione nel registro delle imprese e pubblicazione sulla Gazzetta ufficiale, senza quindi l'onere di notifica (cfr. art. 58, commi 2-4, t.u.b.).

In tali tipologie di operazioni, gli investitori finali sono tutelati dalla normativa in materia, appunto, di cartolarizzazione (l. 130/1999) e/o - più pervasivamente - di fondi di investimento⁴⁹.

La piattaforma dovrà essere una società di cartolarizzazione (con il solo requisito di essere costituita in forma di società di capitali e di avere ad oggetto esclusivo operazioni di cartolarizzazione⁵⁰) o un gestore di un fondo di investimento o, qualora faccia anche da *servicer* (o sia il cessionario

Le operazioni finanziarie nel diritto dell'economia, Finanza pubblica e d'impresa, in E. PICOZZA e E. GABRIELLI (a cura di), *Trattato di diritto dell'economia*, (Padova, 2011), pp. 241 ss.; L. CAROTA, *La cartolarizzazione dei crediti*, in F. GALGANO (diretto da), *Le operazioni di finanziamento*, (Torino, 2016), pp. 892 ss.; Id., *La cartolarizzazione dei crediti*, in E. GABRIELLI e R. LENER, *I contratti del mercato finanziario*, (UTET, Torino, 2011), pp. 1501 ss.

⁴⁹ Cfr. G. GENTILE, *L'applicazione della legge sulla cartolarizzazione ai fondi comuni di credito*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2000, 6, 756.

⁵⁰ Le riforme dal 2014 ad oggi (l. 9/2014, l. 116/2014 e legge di conversione n. 96/2017 del D.L. n. 50/2017), sull'onda della crisi finanziaria e del dilagare dei *non-performing loans* (NPL), hanno aggiunto la possibilità per le società di cartolarizzazione di acquisire o sottoscrivere titoli e strumenti simili delle società emittenti, di concedere finanziamenti a soggetti diversi da consumatori e microimprese (sempre che i prenditori siano scelti da banche o 106 t.u.b., i titoli siano sottoscritti da investitori qualificati e trattenga un significativo interesse economico), anche a debitori in difficoltà al fine di migliorare le prospettive di recupero dei crediti e acquistare o gestire direttamente immobili a garanzia dei crediti. In senso critico a queste ultime modifiche (che renderebbero dinamica la gestione tipicamente statica della società di cartolarizzazione - confondendo peraltro i confini con la gestione collettiva del risparmio - e frustrerebbe il requisito di esclusività dell'oggetto sociale a tutela degli investitori), cfr. P. CARRIÈRE, *Le nuove frontiere della cartolarizzazione: tra profili sistematici e incertezze di disciplina*, in *Riv. dir. banc.*, 2017, 11, 28 (novembre 2017). Cfr. anche G. GUERRIERI, *Investimenti in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca borsa e tit. cred.*, 2017, 4, 472.

di crediti d'impresa in base alla l. 52/1991), una banca o intermediario ex art. 106 t.u.b. Nel caso di SGR - cui sono riservate in Italia le attività di istituzione e gestione di fondi comuni di investimento -, l'autorizzazione dovrà essere rilasciata dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, in presenza delle condizioni di sana e prudente gestione, capitale minimo, programma di attività e requisiti di amministratori e titolari di partecipazioni qualificate simili a quelle previste per le SIM.

A livello di obblighi di condotta, questi sono limitati in caso di società di cartolarizzazione, dovendosi comunque fornire un prospetto informativo agli investitori e far svolgere l'analisi del merito creditizio da parte di un'agenzia di rating qualora gli investitori siano *retail*. Il nuovo Regolamento UE n. 2017/2402 - applicabile solo alle cartolarizzazioni ABS con emissione di più *tranches* a rischio diversificato - pone a carico degli investitori istituzionali con posizioni verso la cartolarizzazione obblighi di *due diligence* (sul rigore del cedente nella creazione delle esposizioni, sulla trasparenza dell'operazione, sul rispetto della *retention rate*, di valutazione dei rischi, di controllo dell'operazione, di *stress-test*, ecc.; art. 5) e richiede che "il cedente, il promotore o il prestatore originario" forniscano documenti informativi con certi dati, provvedano ad un'informazione trimestrale sulle esposizioni (art. 7) e mantengano una partecipazione al rischio ed interesse economico di almeno il 5% (*retention rate*; art. 6); qualora i titoli emessi vengano sottoscritti da investitori *retail*, il venditore dovrà verificare che l'investimento sia adeguato e, qualora l'investimento non sia superiore a € 500.000, che vengano rispettate certe soglie di investimento (non più del 10% del proprio portafoglio in titoli cartolarizzati e almeno € 10.000 di investimento iniziale: art. 3).

Un fondo di investimento potrebbe intervenire nelle operazioni di *invoice trading* come cessionario di crediti anche al di fuori di operazioni di cartolarizzazioni (e potendo in questo caso trattarsi anche di fondo UCTIS o comunque aperto nel rispetto dei limiti massimi di investimento in beni illiquidi) e attraverso la piattaforma online. In tal caso, quindi, gli investitori finali sarebbero tutelati dall'esistenza in capo al gestore del fondo di investimento di obblighi di condotta (diligenza, trasparenza e correttezza, nell'interesse degli OICR e dei partecipanti, in materia di conflitti di interesse, di equo trattamento, adeguata organizzazione e gestione del rischio) e informativi assimilabili a quelli delle SIM, dovendosi inoltre

rispettare il regolamento del fondo, approvato dalla Banca d'Italia (e disposizioni organizzative e prudenziali specificatamente dettate per le SGR). Se il fondo fosse un fondo alternativo - FIA - riservato ad investitori professionali (con possibilità di partecipare di investitori non professionali solo con un investimento unitario minimo di € 500.000), non si applicherebbero le regole di contenimento e frazionamento del rischio previsti per i FIA non riservati ed il regolamento del fondo non dovrebbe essere approvato dalla Banca d'Italia ma il regolamento dovrebbe comunque indicare avvertimenti, obiettivi e profili di rischio, livello massimo di leva finanziaria e limiti di investimento⁵¹. La commercializzazione di OICR, poi, può costituire offerta al pubblico di prodotti finanziari e quindi richiedere la pubblicazione di un prospetto informativo, salvo che non si tratti di offerta riservata ad investitori professionali.

Infine, le quote di fondi comuni di investimento e i titoli comunque emessi nell'ambito di operazioni di cartolarizzazione costituiscono strumenti finanziari per cui potrebbe trovare applicazione anche la disciplina in materia di servizi di investimento qualora vengano forniti servizi aventi ad oggetto le quote o i titoli emessi.

4.4. Ulteriori discipline applicabili

I cedenti riceventi l'anticipo, essendo imprese, non sono tutelati dalle normative europee in materia, ad esempio, di promozione a distanza di servizi finanziari o diritti dei consumatori o credito ai consumatori (salvo estensione da parte della disciplina nazionale di recepimento ma non è il caso dell'Italia). Talvolta non risulterebbero applicabili neppure le norme in materia di trasparenza di cui all'art. 115 ss. t.u.b. (quando cessionari non siano banche, 106 t.u.b. o finanziatori professionali).

Gli investitori, invece, solo se consumatori, beneficerebbero delle tutele previste per l'offerta di servizi finanziari a distanza (cfr. Dir. 2002/65 e artt. 67-bis ss. codice del consumo italiano), sempre che i servizi nei loro confronti possano qualificarsi come bancari, di investimento, pagamento,

⁵¹ In materia di fondi comuni di investimento e recenti modifiche, cfr. F. ANNUNZIATA, *Gli organismi di investimento del risparmio (OICR): fattispecie e forme*, (Milano, 2017).

fondi pensione e forniti da un soggetto che agisca in veste di operatore professionale e controparte diretta del consumatore⁵².

Infine, la normativa anti-riciclaggio tradizionalmente contempla come soggetti obbligati solo banche ed altri intermediari finanziari regolati (imprese di assicurazioni, intermediari, imprese di investimento, fondi di investimento, succursali, IP/IMEL, agenti di cambio) ma, a seguito di modifiche più recenti, è stata estesa anche ad altri soggetti (operatori del gioco d'azzardo, persone fisiche e giuridiche che agiscono nell'esercizio della loro professione quali revisori contabili, contabili esterni, consulenti fiscali, notai, professionisti legali, trust, agenti immobiliari, ecc.; ultimamente anche prestatori di servizi di cambio di valute virtuali e di servizi di portafoglio digitale), tra i quali non parrebbero poter figurare le piattaforme in questione, salvo che non siano soggetti autorizzati. Tale normativa potrebbe trovare comunque applicazione indiretta qualora venissero coinvolti nelle operazioni di *invoice trading* istituti di pagamento o fondi di investimento, tenuti invece al rispetto della stessa.

5. Riflessioni conclusive

L'*invoice trading* rappresenta un interessante strumento di liquidità per le PMI italiane. Esso è particolarmente conveniente sia per imprese che per gli investitori, in parte anche in quanto non regolamentato né sottoposto a vigilanza, fattore che permette di contenere i costi. Il medesimo non è comunque scevro di rischi per cui è opportuno chiedersi se il contesto normativo sopraesposto sia sufficiente a tutelare gli interessi in gioco.

Sul lato tutela degli investitori, il fatto che le piattaforme siano al momento accessibili solo da parte di investitori professionali (anche a causa del taglio considerevole dei singoli crediti da fattura e l'indivisibilità degli stessi) limita l'esigenza di apprestare protezioni aggiuntive. Questi, infatti, appaiono in grado di valutare autonomamente le scelte di investimento e hanno a disposizione strumenti, in parte anche forniti dalla piattaforma o suoi partner (cfr. *rating*, *business information*, assicurazione, ecc.), per

⁵² Tale normativa prevede obblighi di informazione precontrattuale in merito a sé stesso, il servizio (incluso costo totale e l'eventuale presenza di strumenti finanziari con rischi speciali) ed il contratto (durata, diritto di recesso entro 14 giorni, reclami e ADR, legge applicabile).

compiere scelte informate, cosicché, anche in un contesto di finanza tradizionale, beneficerebbero di tutele contenute.

Gli eventuali investitori *retail* finali coinvolti, clienti degli investitori professionali ammessi ad operare sulla piattaforma nel modello diretto o titolari di *securities* emesse nell'ambito di una cartolarizzazione o di quote di fondi comuni di investimento nel modello indiretto, risulterebbero tutelati dall'applicazione della normativa in materia, a seconda dei casi, di servizi di investimento, cartolarizzazione e gestione collettiva del risparmio nei rapporti con gli investitori professionali cessionari/acquirenti. I rischi di ulteriore circolazione del credito da fattura e che, conseguentemente, certi prodotti, pensati per investitori professionali e privi di tutele, giungano in un secondo momento nelle mani di investitori *retail* (come scongiurato dall'art. 100-bis t.u.f. in caso di emissione di prodotti finanziari sul mercato primario riservate ad investitori qualificati) o si instaurino meccanismi "*originate to distribute*" dovrebbero essere contenuti di fatto a causa della ridotta maturità dei crediti da fatture commerciali.

Sul lato imprese cedenti, invece, qualora il cessionario non sia un soggetto sottoposto agli artt. 115 ss. t.u.b. (e non trovando comunque applicazione le normative a tutela del consumatore), potrebbe invece sorgere il rischio di inadeguata trasparenza o sovra-indebitamento (in caso di clausola salvo buon fine e inadempimento del ceduto). L'impiego di aste competitive, se non sottoposte a certe regole, potrebbe essere foriero di condizioni sproporzionatamente gravose per il cedente.

Inoltre, le piattaforme impiegano sistemi innovativi di selezione e *credit scoring* basati su algoritmi, *big data*, *soft information*, attività su *social network* o siti internet (con peso attribuito, ad esempio, all'ora di accesso al sito o al tempo impiegato per leggere le istruzioni). Tali sistemi spesso non vengono neppure descritti in dettaglio per motivi di privativa industriale e concorrenza risultando così opachi per gli utenti. Tuttavia, i cedenti potrebbero vedersi così negare l'accesso alla piattaforma o l'anticipazione di crediti per motivi non conoscibili e valutazioni non contestabili e comunque essere vittima di errori o fraintendimenti dell'algoritmo senza possibilità di difesa⁵³.

⁵³ I rischi per gli utenti nascenti dall'impiego di algoritmi e *big data* nel settore finanziario sono tendenzialmente identificati con i seguenti: protezione dei dati, all'accessibilità,

Altri interessi quali sicurezza dei pagamenti, anti-riciclaggio, ecc. risulterebbero tutelati attraverso l'applicazione delle relative normative direttamente alla piattaforma se soggetto regolamentato o, altrimenti, indirettamente, a causa del necessario coinvolgimento di istituti di pagamento, banche o intermediari finanziari non bancari o revisori e consulenti come partner per effettuare l'operazione nel suo complesso.

Non si può tuttavia escludere che in un futuro prossimo le piattaforme vengano aperte, come già avviene in altri paesi e non escluso dagli attuali operatori italiani, anche agli investitori non professionali. Come si è visto, però, essi finirebbero per, nel modello diretto, effettuare investimenti in assenza delle tradizionali tutele loro accordate (salvo eventualmente la disciplina *ex artt. 67-bis* cod. cons.), a causa delle summenzionate difficoltà di applicare le normative Prospetto, *MiFID* e offerta a distanza di strumenti finanziari al fenomeno in esame. La tecnologia sta permettendo di creare nuove *asset class* trasferibili e negoziabili su nuovi mercati attraverso modalità prima sconosciute, imponendo quindi all'ordinamento nuove riflessioni sui tradizionali concetti di prodotto finanziario e strumento finanziario o sulla necessità di apprestare nuove tutele per nuovi prodotti. Ad esempio, un domani, tali crediti, benché di breve durata, potrebbero essere in grado di circolare velocemente e agevolmente come *token* attraverso *blockchain*, creandosi nuovi mercati secondari.

Una diffusione di tale modello (specialmente se con clausola salvo buon fine) permetterebbe poi di fatto alle società sottoposte a limiti e condizioni di emissione di titoli di debito (in particolare le s.r.l.) di rivolgersi ad un nuovo mercato, senza rispettare i suddetti limiti (oltre che senza le

portabilità e contestabilità degli stessi, opacità e conseguente occasione per discriminazioni, risultato erroneo a causa di errori nei dati o algoritmo, segmentazione granulare e bassa comparabilità per l'estrema personalizzazione e difficoltà per il cliente di capire l'incidenza delle informazioni fornite o estratte sul servizio. Cfr. JOINT COMMITTEE, *Discussion Paper on the Use of Big Data by Financial Institutions*, (2016), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc-2016-86_discussion_paper_big_data.pdf; Id., *Final Report on Big Data*, (15 March 2018), JC 2018/04, https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc-2018-04_joint_committee_final_report_on_big_data.pdf; EUROPEAN COMMISSION, *Data Driven Economy*, (Communication), COM(2014)442 final. In materia, cfr. F. MATTASSOGLIO, *Big data: impatto sui servizi finanziari e sulla tutela dei dati personali*, in M-T. PARACAMPO, *Fintech*, cit. e Id., *Innovazione tecnologica e valutazione del merito creditizio dei consumatori. Verso un Social Credit System?*. (EDUCatt, Milano, 2018).

tutele previste per gli strumenti finanziari). Il legislatore ha comunque mostrato negli ultimi anni la tendenza ad eliminare o alleggerire progressivamente i limiti di finanziamento delle imprese pur cercando, almeno inizialmente, di contemperare l'ampliamento dei canali di finanziamento non bancari con la tutela degli investitori/creditori, restringendo l'accesso a titoli di debito senza limiti ai soli investitori professionali o qualificati. Ad esempio, i limiti per le emissioni di titoli di debito (obbligazioni/titoli di debito, comprese le cambiali finanziarie⁵⁴ e i mini-bond⁵⁵) di cui all'art. 2412 c.c. (e art. 2483 c.c. per le s.r.l.) possono essere superati solo se l'emissione è riservata ad investitori qualificati o (solo in caso di s.p.a.) se i titoli destinati ad essere quotati in mercati regolamentati o SMN o si tratti di titoli convertibili, restando comunque le cambiali finanziarie e mini-bond (comportanti benefici fiscali) riservati ad investitori professionali quando gli emittenti non siano quotati e comunque con taglio minimo tale da escludere la sottoscrizione da parte di *retail* (€

⁵⁴ Le cambiali finanziarie (disciplinate dalla L. 43/1994, modificata dal Decreto Sviluppo 83/2012) hanno la struttura di vaglia cambiari ma sono titoli di credito all'ordine, equiparati a valori mobiliari, emessi in serie da società di capitali, società cooperative e mutue assicuratrici diverse da banche e microimprese, anche in forma dematerializzata, con clausola senza garanzia (proprio per incentivare la sottoscrizione da parte di investitori), con taglio minimo di € 50.000, con maturità breve (da 1 a 36 mesi) e implicanti vari benefici fiscali per emittenti ed investitori a certe condizioni. L'emissione da parte di società diverse da quelle con titoli negoziati su mercati regolamentati è subordinata alla presenza di uno *sponsor* tenuto a certi controlli (in merito al rapporto tra attivo circolante e cambiali e alla categoria creditizia) e al rispetto della *retention rule* da parte dello stesso (mantenimento della titolarità di una certa percentuali di cambiali) – salvo che non sia presente una garanzia bancaria per almeno il 25 %-, dalla certificazione del bilancio e dalla sottoscrizione o girata da parte di soli investitori professionali non soci. In materia cfr. L. MARRONI, *Verso un mercato delle cambiali finanziarie*, in *Giur. Comm.* 2015, 5, 853; RAZZANTE, *Cambiale finanziaria*, in CENDON (a cura di), *I nuovi contratti nella prassi civile e commerciale*, (Torino, Giappichelli, 2005), pp. 291 ss.; F. BRIOLINI, voce "Cambiali finanziarie", in *Digesto – disc. comm.*, (UTET, 2015).

⁵⁵ I mini-bond (termine a-tecnico) sono titoli di debito, anche ibridi, subordinati o convertibili, emettibili da PMI (escluse banche e micro-imprese) non quotate, con taglio compreso tra € 1 milione e € 50 milioni, maturità medio-lunga (tra 2 e 10 anni), che possono essere sottoscritti dai soli investitori qualificati non soci, assistiti dalla garanzie del Fondo centrale di garanzia per le PMI e prevedono facilitazioni fiscali per investitori ed emittenti a certe condizioni. In materia cfr. P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, 2014, 183; V. CANALINI, *I c.d. "mini-bond" e le "nuove" obbligazioni subordinate e partecipative ai sensi del decreto sviluppo*, in *NLCC* 2015, 2, 387; E. FORCIGNANÒ e C. GHIELMI, *Le innovazioni in materia di finanza aziendale a seguito dei "Decreti Crescita" - i mini-bond e le cambiali finanziarie*, <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/innovazioni-materia-di-finanza-aziendale-decreti-crescita-mini-bond-e-cambiali-finanziarie>.

50.000). Gli investitori qualificati (banche, imprese di investimento, SGR, fondi pensione, imprese di assicurazione, ecc.) svolgono perciò il ruolo di *gatekeepers* e “cuscinetto” per il caso di successiva circolazione presso investitori *retail* e loro erronea valutazione di meritevolezza dell’investimento⁵⁶ e proprio ciò sembrerebbe creare incentivi verso l’emissione di titoli di debito individuali ed infungibili⁵⁷ (in maniera non così dissimile dall’*invoice trading*). Tuttavia, il legislatore ha più recentemente introdotto ulteriori novità e deroghe per, inizialmente, le start-up innovative, poi, per le PMI innovative⁵⁸ e, da ultimo, per tutte le PMI, proprio al fine rispondere al *credit crunch* bancario: queste, anche s.r.l., possono infatti offrire al pubblico largamente inteso (anche *retail*) titoli di partecipazione al capitale di rischio – quindi ancora più rischiosi – anche attraverso portali di *equity crowdfunding*, quasi senza limiti e nell’ambito del quale gli investitori professionali e incubatori devono solo partecipare in misura limitata al rischio (sottoscrivendo almeno il 5% dell’emissione); inoltre, i medesimi titoli possono essere sottoscritti e trasferiti per mezzo di intermediari abilitati all’esercizio dell’attività di negoziazione, esecuzione,

⁵⁶ Sulla *ratio* della limitazione della sottoscrizione dei titoli di debito delle s.r.l. agli investitori qualificati, cfr. A. PERRONE, *Società a responsabilità limitata e mercati dei capitali*, in A. DOLMETTA e G. PRESTI (a cura di), *Commentario delle s.r.l.*, (Giuffrè, Milano, 2011), pp. 994 ss.. In materia di strumenti di finanziamento delle PMI chiuse, cfr. E. FREGONARA, *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative 'chiuse'*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2017, 70, 5, 589.

⁵⁷ In materia, cfr. *ibidem*, pp. 604-605; PERRONE, *Società a responsabilità limitata*, cit., p. 996; M. CAMPOBASSO, *I titoli di debito dell’s.r.l. tra autonomia patrimoniale e tutela del risparmio*, in *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, III, (UTET, orino, 2006), p. 771.

⁵⁸ [...] [In materia: ASSONIME, *Circolare n. 6 del 22 febbraio 2016, Le imprese innovative, ...*; A. BOLLETTINARI, *Le novità previste dal d.l. 3/2015: l'introduzione delle "piccole e medie imprese innovative" e la modifica della disciplina della "start-up innovativa"*, in *Nuovo dir. soc.*, 4/2015, 43; O. CAGNASSO, *Note in tema di start-up innovative, riduzione del capitale e stato della crisi (dalla nuova alla nuovissima s.r.l.)*, in *Nuovo dir. soc.*, 5/2014, 7; ID., *Start-up e PMI innovative: inquadramento*, in *Giur. It.*, 2016, 2285; M. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitori e tipologici*, in *AIDA*, 2013, 409; ID., *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *NLCC*, 2014, 1178; ID., *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 969; M. COSSU, *Le start-up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in M. CAMPOBASSO et al. (diretto da), *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber Amicorum Pietro Abbadesse, (Torino, 2014, 2), 1705 ss.; F. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *BBTC* 2014, 717; S. GUIZZARDI, *L'impresa startup innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.* 2013, 549; G. MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e startup innovative prima e dopo la l. n. 99/2013 di conversione del d.l. n. 76/2013*, in *Soc.*, 2013, 1086 ss; P. MONTALENTI, *Il diritto societario dai "tipi" ai "modelli"*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 420]

ricezione e trasmissione degli ordini (cioè di un forma di sistema di gestione accentrata e dematerializzata); le PMI (sempre anche s.r.l.) possono inoltre creare categorie di quote con diritti diversi; solo se s.p.a. o s.r.l. innovative, possono infine emettere strumenti finanziari partecipativi, anche dotati di diritti patrimoniali e amministrativi (escluso il diritto di voto nell'assemblea dei soci), soggetti ai limiti in materia di titoli di debito se qualificabili come tali o senza limiti e offribili al pubblico attraverso piattaforme di *crowdfunding* qualora qualificabili come capitale di rischio in quanto computabili a patrimonio netto⁵⁹. In conseguenza, risultano ormai scardinati i limiti tradizionali di ricorso al finanziamento con riferimento alle PMI (proprio le più rischiose), anche s.r.l. e quindi aventi una forma (la prevalente in Italia) che per la sua flessibilità, deroghe al modello di s.p.a. e conseguente mancanza di presidi di governo societario a tutela di soci di minoranza e creditori, era stata tradizionalmente ritenuta incompatibile con una raccolta diffusa e forma aperta⁶⁰. Tuttavia, anche se probabilmente irragionevolmente, le aperture maggiori si registrano sul lato degli investimenti nel capitale di rischio, non di debito (sempre riservate ad investitori professionali di diritto o di fatto a causa del taglio minimo), e comunque, ove non accompagnate dall'applicabilità della disciplina *MiFID*, si prevedono tutele alternative (v. obblighi di trasparenza e avvertimento e test in materia di *crowdfunding*), invece assenti in molti contesti di *invoice trading*.

[...]

Ad ogni modo, qualora si arrivasse a qualificare tali *token* come strumenti finanziari in quanto prodotti negoziabili (almeno sulla *blockchain*), dovrebbe trovare applicazione anche la normativa sui servizi di investimento.

In conclusione, nell'immediato potrebbe rendersi necessario introdurre (o estendere) nell'ambito dell'*invoice trading* obblighi di

⁵⁹ Cfr. N. ABRIANI, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI. "Que reste-t-il della s.r.l.?"*, paper presentato al IX Convegno annuale dell'associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale "Orizzonti del diritto commerciale" "Problemi attuali della proprietà nel diritto commerciale", (Roma, 23-24 febbraio 2018).

⁶⁰ Cfr. Ibidem; P. BENAZZO, voce "*Start-up e PMI Innovative*", in *Digesto - disc. comm.*, (UTET, 2017).

trasparenza e condotta comparabili a quelli *ex artt.* 115 ss. t.u.b. alle piattaforme, anche in merito ai modelli di *credit scoring* impiegati.

In futuro, invece, in presenza di investitori *retail* ed inapplicabilità della normativa *MiFID*, potrebbe essere opportuno predisporre misure aggiuntive sul lato investitori che potrebbero consistere nella predisposizione di un documento informativo sul modello PRIIPs contenente, oltre a costi e rischi e altre condizioni fondamentali, anche avvertimenti sulla mancanza di tutele tradizionali. [Inoltre, si potrebbe pensare, in presenza di investitori *retail*, di imporre la clausola salvo buon fine o valutazioni di agenzie di *rating* o, ancora, limiti massimi di investimento parametrati al portafoglio investimenti e reddito]

[...]