

Brevi note in tema di *marketplace lending* alla luce del nuovo regolamento europeo in materia di *crowdfunding*

Lucrezia Cipriani

Dottoressa in Giurisprudenza presso Sapienza Università di Roma, Italia

Abstract Crowdfunding platforms have been particularly relevant in the field of innovations introduced with the development of Fintech, including those that base their activity on lending (the so called “lending-based crowdfunding” platforms). The active platforms – whose number in Italy is still relatively small – carry out a market activity that facilitates the matching of interests between those who are in surplus (and wish to use money towards a return), and those who are in deficit (and wish to obtain funding). This article aims to provide a look at lending crowdfunding, with a twofold purpose: (i) understanding how the relevant platforms can be legally qualified, also with regard to their compatibility with the activities reserved by law to financial intermediaries; ii) analysing the possible scenarios related to the “European Crowdfunding Service Providers” EU Regulation (ECSP), considering that only in recent years the Commission has decided to go beyond a mere monitoring of the sector.

Keywords Fintech. Lending-based crowdfunding. Crowd-borrower. Crowd-investor. Platforms. Compliance. EU regulation. Legal certainty. Risk management. Disclosure. Credit risk assessment. KIIS. Cross-border activity.

Sommario 1. Lo sviluppo delle piattaforme di *lending crowdfunding*. – 2. Piattaforme e riserve di attività. – 3. La prospettiva degli European Crowdfunding Service Providers (ECSPs). – 4. Gestione dei rischi e obblighi di *disclosure*. – 5. Quale prospettiva regolamentare nella valutazione del merito creditizio? – 6. Conclusioni.



Edizioni
Ca'Foscari

Open access

© 2020 | Creative Commons Attribution 4.0 International Public License



Citation Cipriani, L. (2020). “Brevi note in tema di *marketplace lending* alla luce del nuovo regolamento europeo in materia di *crowdfunding*”. *Ricerche giuridiche*, 9(2), 183-198.

DOI 10.30687/Rg/2281-6100/2022/01/002

183

1 Lo sviluppo delle piattaforme di *lending crowdfunding*

Il *crowdfunding* (o finanziamento collettivo) ha acquisito un crescente rilievo nel mercato di capitale, proponendosi quale formula alternativa rivolta principalmente alla circolazione dei capitali verso le *start-up* e le PMI¹; trattasi di formule che, a ben considerare, assumono la forma di prestiti ovvero di emissione di valori mobiliari e altri strumenti ammessi.

Ed invero, si può muovere dalla considerazione secondo cui i servizi di *crowdfunding* consistono in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti, ovvero ii) collocamento senza impegno irrevocabile – di cui all'allegato 1, sez. A, punto 7, Mifid II – di valori mobiliari e strumenti emessi da titolari di progetti o società veicolo (SPV), nonché ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*.

Trattasi, nel primo caso (i), del *lending-based crowdfunding* – spesso denominato *social lending*² – che costituisce una delle più rilevanti innovazioni introdotte con lo sviluppo del *Fintech*³, in quanto rappresenta

1 Per maggiori approfondimenti sul *crowdfunding* v., *ex multis*, BELLEFLAMME, LAMBERT, *Crowdfunding: Some Empirical Findings and Microeconomic Underpinnings*, in *Revue Bancaire et Financière*, 2014, available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2437786> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2437786>; CACCIAMANI, FIORELLI, *Il crowdfunding*, Milano, 2017; ALLISON, DAVIS, WEBB, SHORT, *Persuasion in crowdfunding: An elaboration likelihood model of crowdfunding performance*, in *Journal of Business Venturing*, 2017, pp. 707-725; PETRUZZELLI, NATALICCHIO, PANIELLO, ROMA, *Understanding the crowdfunding phenomenon and its implications for sustainability*, in *Technological Forecasting and Social Change*, 2019, pp. 138-148; WANG, LI, LIANG, YE, GE, *Understanding the importance of interaction between creators and backers in crowdfunding success*, in *Electronic Commerce Research and Applications*, 2018, XXVII, pp. 106-117; MARTÍNEZ-CLIMENT, ZORIO-GRIMA, RIBEIRO-SORIANO, *Financial return crowdfunding: literature review and bibliometric analysis*, in *International Entrepreneurship and Management Journal*, 2018, pp. 527-553; CAI, *Disruption of financial intermediation by FinTech: A review on crowdfunding and blockchain*, in *Accounting & Finance*, 2018, pp. 965-992; MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013, pp. 393-410.

2 Si è intesa sottolineare, in tal senso, la possibilità di effettuare raccolta anche con finalità *non profit*. In seguito, l'espressione è stata utilizzata indifferentemente dal ricorso o meno a *social campaigns*. Altra definizione spesso utilizzata per indicare lo stesso fenomeno è quella di "*peer-to-peer (P2P) lending*", volta a sottolineare la presenza di soggetti privati sul mercato come protagonisti dell'attività di finanziamento. Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, BORELLO, FERRETTI, LENOCI, MACCHIAVELLO, MATTASSOGLIO, PANISI, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?* In Consob, *Quaderni Fintech*, 2019, V; HUMPHRIES, *Funding the Future: Marketplace Lending, Equity Crowdfunding, and Bank Lending*, in *Banking Institute Journal*, 2020; BIFERALI, *Il social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2017, I, pp. 443 ss.

3 TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione*, relazione al convegno su «Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione», Roma, Università La Sapienza, 4 dicembre 2017.

una forma di finanziamento “alternativa” alla raccolta di capitali effettuata mediante il ricorso al canale tradizionale del credito bancario⁴.

Tale *species* di *crowdfunding* è caratterizzata, pertanto, dalla raccolta di finanziamenti da parte di soggetti privati (individui o imprese)⁵ mediante l'utilizzo di una piattaforma digitale aperta al pubblico⁶. La diffusione di tali piattaforme incide sul mercato dei capitali e, nello specifico, sulle nuove forme di circolazione degli stessi, tanto sul piano oggettivo quanto su quello soggettivo. Pertanto, è opportuno tener conto che lo sviluppo delle piattaforme rappresenta attualmente una innovativa modalità di circolazione della ricchezza resa possibile dall'evoluzione tecnologica.

Ed invero, la nuova tipologia di sistemi (*i.e.* le piattaforme), si basa⁷:

- sul possesso di uno strumento elettronico compatibile (*c.d. device*);

Nel 2017 il *Financial Stability Board* (FSB) ha definito il *Fintech* come «*A technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services*». FSB, *Financial Stability Implications from FinTech - Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities Attention*, giugno 2017, p. 7. Cfr. anche la definizione del COMITATO DI BASILEA, *Basel Committee on Banking Supervision, Sound Practices: Implications of Fintech Developments for Banks*, febbraio 2017, p. 8.

4 La banca, raccogliendo il denaro presso il pubblico in forma di fondi rimborsabili, ed erogando finanziamenti a soggetti dalla medesima selezionati ai sensi dell'art. 10 t.u.b., svolge un ruolo di “intermediazione forte”, assumendo direttamente su di sé il rischio di credito, oltre che di trasformazione delle scadenze e creazione di liquidità. Ad ogni modo, il rischio di credito assunto dalle banche è mitigato dalla possibilità di costruire un portafoglio prestiti diversificato e di dotarsi di processi di valutazione del merito creditizio sia in fase di *screening* che di *monitoring*. Al contrario, i *lending marketplace* non assumono il rischio diretto dei progetti finanziati, limitandosi ad agevolare l'incontro tra domanda e offerta di fondi su una piattaforma (per questa ragione si parla, invero, di “disintermediazione del credito”). Da qui, anche lo sviluppo dello *shadow banking*, o di attività analoghe al sistema bancario tradizionale (si pensi alle Banche *Fintech*). Cfr., *ex multis*, LEMMA, *The regulation of fintech banks: questions and perspectives*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2019; MIGLIONICO, *Disintermediazione e digitalizzazione della moneta nel mercato finanziario*, 2019; FANG, IVASHINA, LERNER, *The Disintermediation of Financial Markets: Direct Investing in Private Equity*, in *Journal of Financial Economics*, 2015, 116.1; cfr. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in *L'attività delle banche*², a cura Urbani, Milano, 2020, p. 83; CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2019, n. 4, pp. 386-397.

5 Con l'evoluzione dei modelli di *business* si è poi riscontrato l'ingresso, dal lato dei finanziatori, di *lenders* quali banche e investitori istituzionali, i quali si sono affiancati ai *c.d. individual lenders*. È opportuno specificare, comunque, che nelle piattaforme di *crowdlending* gli utenti che forniscono il capitale necessario a soddisfare il bisogno di finanziamento non sono “finanziatori” in senso tecnico, quanto piuttosto “investitori”.

6 Cfr., *ex multis*, FALCE, GHIDINI, OLIVIERI, *Il ruolo delle piattaforme nell'economia dei Big Data*, in *Informazione e Big Data tra innovazione e concorrenza*, Milano, 2018, p. 78 ss.

7 Cfr. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in *L'attività delle banche*², cit, p. 81.

- sull'utilizzo di un programma informatico (ovverosia di un'applicazione);
- sull'accesso a una rete di interconnessione.

Le piattaforme attive⁸ costituiscono, in sostanza, un «sistema di informazione elettronico gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*» e svolgono un'attività di mercato che consente, da un lato, a chi è in *surplus*, di impiegare denaro in vista di un rendimento e, dall'altro, a chi è in *deficit*, di ottenere finanziamenti, così facilitando l'abbinamento tra potenziali investitori (o erogatori di prestiti) e imprese: a gestire i flussi di denaro tra le controparti è, dunque, la stessa piattaforma; la quale, operando come un sistema integrato «di funzioni sociali, informative transattive»⁹, pone interrogativi circa l'evoluzione della relativa regolamentazione in sede europea e nazionale.

Più in particolare, il *framework* regolatorio delle piattaforme si distingue in base alla funzione svolta dagli intermediari operanti nei settori della raccolta del risparmio, dell'erogazione del credito e della prestazione di servizi di investimento; inoltre, le norme nazionali in materia di *crowdfunding* (se presenti) differiscono all'interno dell'Unione per quanto riguarda sia l'ambito di applicazione delle attività autorizzate sia i requisiti per ottenere l'autorizzazione.

Con riferimento al piano internazionale, invece, rilevano gli orientamenti del *Financial Stability Board* (FSB), che sottolineano l'esigenza di monitorare le innovazioni implementando meccanismi di vigilanza e adattando l'ordinamento vigente al fine di garantire una efficiente supervisione delle imprese che ricorrono alla tecnologia¹⁰.

Al di là dei diversi regimi normativi cui sono assoggettate tali piattaforme, ad assumere rilevanza, comunque, è la *ratio* alla base della funzione regolatoria, che consiste, in ogni caso, nel garantire i) la stabilità del sistema, ii) la tutela degli investitori e del risparmio, nonché la iii) minimizzazione delle asimmetrie informative, resa possibile dall'avanzamento della digitalizzazione.

⁸ La prima piattaforma di P2P *lending* prende il nome di Zopa ed è stata fondata a Londra nel 2005. In seguito al *credit crunch* avvenuto durante Grande Crisi del 2007-2008, i *lending marketplace* hanno avuto un rapido sviluppo non solo negli USA, ma anche in Europa. A gennaio 2017, ad esempio, in Europa erano attive più di 340 piattaforme, di cui la maggior parte (267) - al di fuori del Regno Unito - occupavano circa il 90% del mercato in termini di fondi erogati.

⁹ Cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, BORELLO, FERRETTI, LENOCI, MACCHIAVELLO, MATTASSOGLIO, PANISI, *op. cit.*, p. 28.

¹⁰ Cfr. FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Fintech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*, 14 febbraio 2017; FINANCIAL STABILITY BOARD (FSB), *Fintech credit market structure: business models and financial stability implications*, 22 maggio 2017; sul punto cfr. anche LEMMA, *op. cit.*, p. 83.

2 Piattaforme e riserve di attività

Le piattaforme di *marketplace lending* favoriscono l'esecuzione di scambi e offrono una serie di servizi in modo professionale e organizzato, al fine di soddisfare le rispettive esigenze di finanziamento e di investimento di *borrowers* e *lenders*, senza assumere però su di sé il rischio di credito.

Attualmente, l'operatività di piattaforme attive in Italia è tuttavia piuttosto limitata, vuoi per la difficoltà di inquadrare il fenomeno in categorie giuridiche già esistenti¹¹, vuoi per la mancanza di certezza giuridica che abbraccia il fenomeno, caratterizzato da una crescente frammentazione normativa. In tal senso, risulta dunque indispensabile ricostruire il *framework* regolatorio di tali piattaforme alla luce della disciplina posta a presidio del sistema finanziario nel suo complesso, e tenendo conto, al tempo stesso, delle tradizionali riserve legali di attività.

Ci si riferisce, ad esempio, allo svolgimento dell'attività di «raccolta del risparmio tra il pubblico»¹², che congiuntamente all'«esercizio del credito», rappresenta uno degli elementi cardini costitutivi dell'attività bancaria ai sensi dell'art. 10 t.u.b. Come noto, tra l'altro, anche l'esercizio di attività connesse o strumentali a quella bancaria possono essere riservate a soggetti abilitati.

In generale, tutte le funzioni svolte dalle banche rivestono comunque un'importanza cruciale nel sistema economico e finanziario, non solo in relazione alla creazione di liquidità e alla trasformazione delle scadenze¹³, ma anche con riguardo ai meccanismi di trasmissione della politica monetaria e ai sistemi di pagamento¹⁴, per cui l'operatività dei gestori di portali *online* che svolgono attività di *social lending* (e di coloro che prestano o raccolgono fondi tramite i suddetti portali) è consentita esclusivamente nel rispetto delle norme che regolano le attività che la legge stessa riserva agli istituti bancari e alle altre categorie di soggetti.

Sul punto, Banca d'Italia, nella Sezione IX delle *Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, ha infatti

11 In tale ottica, si richiama il principio di "neutralità tecnologica", in forza del quale vale il paradigma secondo cui «*stessi servizi, stessi rischi, stesse regole, stessa vigilanza*».

12 A livello europeo, la riserva di attività bancaria è prevista dall'art. 4 Dir. n. 2013/36/UE (CRD IV), mentre l'attività di raccolta fondi (con obbligo di rimborso presso il pubblico) è riservata alle banche ai sensi dell'art. 9 Reg. (UE) n. 575/2013 (CRR). Parimenti, nel diritto italiano la riserva in questione è contenuta nella norma di cui all'art. 11 t.u.b., che vieta "la raccolta del risparmio tra il pubblico".

13 Nel modello base di funzionamento delle piattaforme, invece, le stesse non assumono né obblighi di rimborso né l'obbligo di trasformazione delle scadenze.

14 Cfr., *ex multis*, COSTI, *L'ordinamento bancario*⁵, Bologna, 2012, *passim*; BRESCIA MORRA, *Il diritto delle banche*³, Bologna, 2020, pp. 17-55; DESIDERIO, *L'attività bancaria*, in *Manuale di diritto bancario e finanziario*², a cura di Capriglione, Padova, 2019, pp. 185-212.

chiarito che l'attività di raccolta può essere svolta nel rispetto delle discipline esistenti, «ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di social lending attraverso portali *online*». A tal proposito, è opportuno quindi precisare che non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati per la sola prestazione dei servizi di pagamento da parte dei gestori, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, IMEL o intermediari *ex art.* 106 t.u.b. autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies* t.u.b.¹⁵; allo stesso modo, per i *borrowers* non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico l'acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i finanziatori nella stipula del contratto, nonché l'acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale e operanti nell'ambito del settore finanziario, bancario, assicurativo e previdenziale¹⁶. Sul punto, stanti le modalità operative tipiche delle piattaforme di *social lending*, pare opportuno specificare che si intendono "personalizzate" le trattative che consentono ai *borrowers* e ai finanziatori di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole contrattuali, lasciando al gestore del portale un compito di mero supporto allo svolgimento delle stesse conformemente al rispetto del principio dell'autonomia contrattuale¹⁷.

In sintesi, il progressivo aumento di intermediari finanziari non bancari ha escluso dalla riserva la ricezione di fondi i) da parte di soggetti autorizzati a prestare servizi di pagamento ed emissione di moneta elettronica (se connessa all'espletamento di suddetti servizi e nel rispetto dei limiti individuati dalle normative di settore); ii) rientranti in ipotesi consentite dalla legge *ex art.* 11, co. 4, t.u.b.; iii) effettuata dalle società attraverso strumenti finanziari previsti dalle disposizioni di normativa primaria o secondaria; iv) effettuata senza emissione di strumenti finanziari, presso soci o dipendenti o altre società del medesimo gruppo, nei limiti previsti dalla delibera CICR n. 1058/2005¹⁸.

15 Sul piano europeo, già nel 2015 l'Autorità bancaria europea (EBA) era intervenuta tentando di ricondurre il *lending crowdfunding* entro le normative europee e dei singoli Stati membri. Con specifico riferimento all'attività dei gestori delle piattaforme, ad esempio, l'EBA aveva ritenuto applicabile la disciplina prevista per gli istituti di pagamento, ovvero sia la PSDII (Dir. 2015/2355/UE). V. AUTORITÀ BANCARIA EUROPEA (ABE), *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, 26 febbraio 2015.

16 Cfr. BANCA D'ITALIA, *Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 2016, in <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza>.

17 BIFERALI, *op. cit.*, p. 451.

18 Per un approfondimento cfr. MACCHIAVELLO, *Le piattaforme di marketplace lending alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipli-*

Ad ogni modo, restano precluse sia ai gestori che ai *borrowers* la raccolta di fondi a vista e ogni altra forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata¹⁹.

Passando, a questo punto dell'analisi, al profilo dell'erogazione del credito, si evidenzia la sussistenza – sul piano europeo – di discipline normative differenziate di Stato membro in Stato membro.

La mancanza di una completa armonizzazione nella regolazione di tale attività ha lasciato dunque spazio a decisioni assunte arbitrariamente dai singoli Stati, laddove la normativa europea non assoggetta a una specifica riserva l'attività di erogazione del credito considerata singolarmente.

Sul piano nazionale, comunque, la riserva dell'attività di erogazione del credito in forma professionale e nei confronti del pubblico agli intermediari di cui al Titolo V del t.u.b.²⁰ non impedisce alle piattaforme di concedere finanziamenti, salvo il caso in cui le stesse non si presentino come parti del contratto di credito. Inoltre, pur in presenza di piattaforme con *status* giuridico di intermediari *ex art.* 106 t.u.b., la disciplina di trasparenza di cui agli artt. 115 e ss. t.u.b. e le norme poste a tutela dei consumatori si applicherebbero solo ai contratti sottoscritti dagli utenti con le piattaforme (non a quelli tra *lender* e *borrower*)²¹.

D'altro canto, a tale panorama va aggiunta l'osservazione che l'attività di *lending marketplace* presenta profili di somiglianza con quella del mediatore creditizio²², definito dall'art. 127-*sexies* t.u.b. come «*soggetto che mette in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari previsti dal Titolo V con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma*». Tuttavia, salvo eccezioni, le piattaforme attive in Italia richiedono ai *lenders* una dichiarazione di non professionalità nell'erogazione del credito e, in ogni caso, l'assimilazione del gestore della

ne connesse), in Consob, *Quaderni Fintech*, luglio 2019, V, pp. 131 ss.

¹⁹ BIFERALI, *op. cit.*, p. 451.

²⁰ In presenza di una specifica autorizzazione tali intermediari, oltre ad erogare credito, possono anche emettere moneta elettronica, *prestare* servizi di pagamento e alcune attività di investimento.

²¹ L'ostacolo all'applicazione delle norme sul credito al consumo nel campo del *social lending* potrebbe ritenersi non superato anche qualora si riconoscesse, applicando l'art. 114-*undecies* t.u.b., che il rinvio contenuto nel comma 1 della norma alle disposizioni di cui al Titolo VI riguardino l'intero titolo (e, conseguentemente, anche le disposizioni sul credito al consumo). Ciò in quanto tale rinvio sottende il rispetto dei limiti di compatibilità delle norme stabilite per i rapporti creditizi tra finanziatori professionali e consumatori con quelle stabilite per i rapporti creditizi di tipo *peer to peer* (tipici del *social lending*). Cfr., sul punto, BIFERALI, *op. cit.*, p. 464; MACCHIAVELLO, *op. ult. cit.*, p. 143.

²² I mediatori creditizi risultano iscritti in un elenco tenuto dall'Organismo Agenti e Mediatori (OAM) e sono sottoposti a obblighi di indipendenza e di trasparenza propri.

piattaforma alla figura del mediatore creditizio impedirebbe al primo di porre in essere le attività di *crowdfunding* non coincidenti con quella di mediazione.

In conclusione, si può affermare che l'attività svolta dalle piattaforme pare più vicina al settore dei mercati finanziari (e.g. consulenza in materia di investimenti, gestione individuale di portafogli e dei mercati) piuttosto che al settore bancario tradizionale. Anche in questo caso, però, l'applicazione alle piattaforme della disciplina europea in tema di servizi di investimento comporterebbe la necessità di sottoporre le stesse al regime di cui alla Mifid II, pur destinata ai soli strumenti finanziari.

3 La prospettiva degli *European Crowdfunding Service Providers (ECSPs)*

Il maggior ostacolo al corretto funzionamento del mercato dei servizi offerti dalle piattaforme di *crowdfunding* è dovuto, come accennato poc'anzi, al permanere di arbitraggi regolamentari connessi alla frammentazione del quadro giuridico europeo, che comporta notevoli costi sia dal punto di vista degli investitori che da quello dei fornitori di servizi, a discapito della formazione di un mercato unico effettivo.

Se in un primo momento la Commissione europea si era limitata a studiare il fenomeno senza intervenire, attesa la natura locale dello stesso e la mancanza di un effettivo potenziale di sviluppo *cross border*²³, con l'*Inception Impact Assessment* del 2017 pare aver mutato orientamento, individuando diverse alternative regolatorie del *marketplace lending e investing* nella prospettiva di elaborare una «*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*»²⁴.

Ancora, occorre aver riguardo al *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie* COM(2018), 109, che mira all'adozione di un quadro europeo comune (in termini di regolamentazione e vigilanza) in grado di consentire alle imprese di cogliere i benefici del *Fintech* fornendo ai clienti servizi adeguati alle nuove necessità e accessibili telematicamente²⁵.

²³ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, 2016b, che affermava «*there is no strong case for EU level policy intervention at this juncture. Crowdfunding is still relatively small and needs space to innovate and develop. Given the dynamism of crowdfunding and the potential for future cross border expansion, it will be important to monitor the development of the sector and the effectiveness, and degree of convergence of, national regulatory framework*».

²⁴ Tra le diverse opzioni regolatorie, la più accreditata prevedeva che il *crowdfunding* venisse regolato attraverso l'applicazione delle discipline in tema di mercati regolamentati e istituti di pagamento, da integrarsi mediante l'introduzione di disposizioni *ad hoc*.

²⁵ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione 8 marzo 2018 recante un «*Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e inno-*

L'introduzione di un regime comune sul piano europeo per le diverse forme di *crowdfunding* costituisce pertanto un fattore di sviluppo del mercato e di incentivazione degli investimenti, consentendo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* di richiedere un passaporto europeo in base ad una regolamentazione uniforme, il cui ambito di applicazione abbraccia non solo i portali di *equity* e *debt crowdfunding*, ma avrà ad oggetto anche quelli di *lending crowdfunding* (atteso che il *lending-based* e l'*investment-based crowdfunding* possono essere considerati come alternative di finanziamento comparabili).

In tale direzione, un'apertura rispetto al precedente atteggiamento di chiusura sembra potersi riscontrare, sul piano europeo, nell'ambito del recente intervento normativo avvenuto con il Reg. (UE) n. 1503/2020 (d'ora in poi Reg. ECSP), inteso a introdurre specifiche misure di tutela dei *crowdlenders*, in parte riprese dalla Mifid II ma adattate alle particolarità del *crowdfunding*.

La proposta iniziale di Regolamento, pubblicata dalla Commissione in data 8 marzo 2018 (*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*)²⁶, prevedeva un regime opzionale per i gestori delle piattaforme (regime di *opt-in*), consentendo loro - in deroga alla Mifid II - di scegliere se chiedere o meno autorizzazione all'ESMA nella prospettiva di svolgere attività *cross-border* in regime di mutuo riconoscimento²⁷.

Ai fini di garantire la certezza del diritto, contrariamente all'originaria proposta, il *Regolamento europeo relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese*, emanato in data 7 ottobre 2020, introduce un regime obbligatorio, per cui i *crowdfunding providers* intenzionati a operare a livello europeo possono continuare a prestare i servizi previsti dallo stesso regolamento entro il termine di un anno dalla sua entrata in vigore (10 novembre 2021), nella prospettiva di adeguare le proprie attività commerciali alle disposizioni ivi previste.

Il rilascio dell'autorizzazione da parte dell'ESMA, ad ogni modo, non sarebbe condizionato a una effettiva prestazione di servizi *cross-border*: in altri termini, il gestore potrebbe richiedere l'auto-

vativo», nella quale si precisa che «la Commissione intende dare seguito alle richieste del Parlamento europeo e del Consiglio europeo, che auspicano un quadro normativo orientato al futuro che comprenda la digitalizzazione e crei un contesto in cui prodotti e soluzioni *fintech* innovativi possano diffondersi rapidamente in tutta l'UE a vantaggio delle economie di scala del mercato unico, senza compromettere la stabilità finanziaria o la protezione dei consumatori e degli investitori».

Cfr. sul punto, CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, cit., 398; LEMMA, *op. cit.*, p. 84.

26 COM(2018) 113 *final*.

27 D'altronde, alle imprese di investimento ex art. 7 Mifid II, che intendano offrire servizi di *crowdfunding*, è preclusa l'applicazione della disciplina di autorizzazione dell'ESMA.

rizzazione anche nella sola intenzione di vedersi applicata la normativa europea in luogo di quella nazionale.

Per quanto concerne, inoltre, i soggetti coinvolti nella prestazione di suddetti servizi, si deve tener presente che il Regolamento inciderà inevitabilmente su: i) l'organizzazione dell'intermediazione (dunque sulla funzione dei *providers* di servizi), che facilita l'incontro (*matching*), su una piattaforma *online*, tra i titolari di progetti, da un lato, e gli investitori intenzionati a finanziare attività economiche, dall'altro; ii) il titolare del progetto (ovverosia colui che propone il progetto da finanziare); iii) gli investitori (cioè coloro che finanziano il progetto proposto).

Con specifico riferimento al *lending crowdfunding*, il presente regolamento dovrebbe applicarsi, dunque, ai servizi di *crowdfunding* che consistono nell'agevolazione della concessione di prestiti, consistenti in finanziamenti nei confronti di un titolare di progetti con obbligo incondizionato di rimborsare un importo di denaro all'investitore, unitamente agli interessi maturati e secondo il piano di rimborso concordato, per cui il ruolo delle piattaforme consisterebbe nell'agevolazione della conclusione, da parte degli investitori e del titolare di progetti, di contratti di prestito, senza necessità che il *crowdfunding provider* agisca come creditore del titolare di progetti²⁸.

Nel rispetto di tale obiettivo, al fine di garantire una procedura di selezione dei progetti imparziale, professionale ed equa, i prestatori di servizi dovrebbero elaborare una politica intesa alla tutela degli investitori, alla riduzione dei rischi e a un trattamento equo dei clienti.

Ad ogni modo, l'art. 3 Reg. ECSP precisa che «*i servizi possono essere forniti solo da persone giuridiche stabilite nell'Unione e autorizzate come fornitori di servizi di crowdfunding*²⁹» secondo i progetti

²⁸ Cfr. 11° *considerando* del Reg. (UE) n. 2020/1503, secondo cui «*l'agevolazione della concessione di prestiti che rientra nell'ambito di applicazione del presente regolamento deve essere distinta dall'attività di un ente creditizio, che concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico*».

²⁹ Secondo quanto prescritto dall'art. 3, co. 4, Reg. ECSP, «*i fornitori di servizi di crowdfunding possono proporre a investitori individuali progetti di crowdfunding determinati che corrispondono a uno o più parametri o indicatori di rischio specifici scelti dall'investitore. Qualora l'investitore desideri effettuare un investimento nei progetti di crowdfunding proposti, esamina e prende esplicitamente una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di crowdfunding*». Si precisa, come si vedrà tra poco, che «*qualora un fornitore di servizi di crowdfunding offra una c.d. "gestione individuale di portafogli di prestiti", un investitore conferisce il mandato precisando i parametri per prestare tale servizio, che include almeno due dei seguenti criteri cui tutti i prestiti del portafoglio dovranno conformarsi: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l'investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l'investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza*» (art. 6 Reg. ECSP). In

di *Regulatory Technical Standards* elaborati dall'ESMA³⁰, alla quale spetta l'istituzione di un registro di tutte le persone giuridiche autorizzate, stabilite nel territorio dell'Unione³¹.

Inoltre, con l'obiettivo di garantire l'effettiva vigilanza dei fornitori, si impone nei confronti degli stessi il divieto di raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico, a meno che non siano autorizzati come enti creditizi conformemente all'art. 8 Dir. 2013/36/UE; tuttavia, gli Stati membri dovrebbero garantire che la legislazione nazionale non richieda ai titolari di progetti o agli investitori un'autorizzazione come ente creditizio o qualsiasi altra autorizzazione o esenzione qualora questi raccolgano fondi o concedano prestiti allo scopo di offrire progetti di *crowdfunding* o di investire in tali progetti³².

Ancora, nell'ambito delle piattaforme di *lending crowdfunding* assume particolare rilevanza l'introduzione di una regolamentazione specifica per il servizio di "gestione individuale del portafoglio"³³, definito all'art. 2, par. c), Reg. ECSP come «*la ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di crowdfunding, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di crowdfunding sulla sua piattaforma [...] conformemente a un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale per ciascun investitore*»³⁴. A differenza del *lending crowdfunding*, però, occorre sottolineare che la gestione di tale portafoglio è caratterizzata dalla discrezionalità del fornitore di servizi nell'allocatione delle risorse del cliente per il finanziamento di uno o più progetti di *crowdfunding*, in conformità con le istruzioni contenute nel mandato dell'investitore.

deroga a quanto previsto dall'art. 3, co. 4 Reg. ECSP, il co. 5 della stessa norma afferma che «i fornitori di servizi di *crowdfunding* che prestano servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti possono agire discrezionalmente per conto dei rispettivi investitori nell'ambito di parametri concordati senza che gli investitori siano tenuti a esaminare e prendere una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di *crowdfunding*».

30 Art. 12 Reg. ECSP.

31 Ai sensi dell'art. 12 Reg. ECSP, la domanda di autorizzazione va presentata all'autorità competente dello Stato membro in cui è stabilito il *crowdfunding provider*, alla quale spetterà anche la successiva vigilanza dello stesso.

32 Cfr. 9° *considerando* del Reg. (UE) n. 2020/1503.

33 Le caratteristiche della gestione del portafoglio individuale dei finanziamenti, e la sua qualificazione giuridica in relazione al mandato sottostante, richiamano chiaramente il servizio di "gestione del portafoglio" previsto dalla MiFID II. Tale servizio di investimento comporta infatti la «*gestione di portafogli in conformità ai mandati conferiti dai clienti su base discrezionale cliente per cliente laddove tali portafogli includano uno o più strumenti finanziari*» (cfr. art. 4, par. 1, punto 8 e allegato I, punto 4, MiFID II).

34 Prima di fissare il prezzo relativo ad una determinata offerta, il *crowdfunding service provider* dovrà comunque dar luogo a una valutazione del rischio di credito, che richiama - in parte - la valutazione del *credit risk* da parte degli istituti bancari. Cfr. EBA, *Guidelines on loan origination and monitoring*, 29 May 2020, EBA/GL/2020/06.

Restano infine esclusi i servizi di *crowdfunding* forniti ai titolari di progetti rientranti nella categoria di “consumatore” ai sensi dell’art. 3 *Consumer Credit Directive*, essendo già presenti a livello europeo normative consumeristiche a tutela dei *borrowers* qualificabili come consumatori.

4 Gestione dei rischi e obblighi di disclosure

Al fine di valutare i rischi connessi ai prestiti che vengono intermediati sulla piattaforma di *crowdfunding*, appare evidente la necessità di definire l’applicazione di politiche e procedure adeguate a garantire la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse. Per tale ragione, il Reg. ECSP assegna all’organo di gestione del *crowdfunding service provider* il compito di promuovere l’integrità del mercato attraverso l’applicazione di sistemi e controlli idonei. L’organo *de quo* è quindi tenuto a esaminare, almeno una volta ogni due anni, i presidi prudenziali³⁵, nonché il piano di continuità operativa, previsti dall’art. 12, par. 2, lett. h) e lett. j) Reg. ECSP³⁶. Al tempo stesso, i fornitori di servizi sono tenuti ad adottare tutte le misure opportune per evitare, individuare e gestire i conflitti di interesse tra i clienti e gli stessi fornitori, i loro partecipanti al capitale, dirigenti o dipendenti, o qualsiasi persona fisica o giuridica collegata a questi da un legame di controllo (quale definito nell’art. 4, par. 1, punto 35, lett. b), Mifid II)³⁷.

Inoltre, il Reg. ECSP prevede altresì in capo ai fornitori obblighi di *disclosure* concernenti la natura generale e le fonti dei conflitti di interesse, mediante comunicazione sul sito *web* dello stesso fornitore.

Estremo rilievo rivestono poi i requisiti di onorabilità, competenza ed esperienza, per cui i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono dimostrare l’assenza di precedenti penali relativi a violazioni di norme

35 Ai sensi dell’art. 11 Reg. ECSP, i fornitori di servizi di *crowdfunding* dispongono di presidi prudenziali per un importo pari almeno all’importo più elevato tra 25.000 € e un quarto delle spese fisse generali dell’anno precedente (che devono comprendere il costo di gestione dei prestiti per tre mesi qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* agevoli anche la concessione di prestiti). Tali presidi possono assumere la forma di fondi propri ovvero di una polizza assicurativa, o una combinazione di entrambi. Quanto detto, tuttavia, non si applica ai fornitori di servizi che si identificano in: i) imprese soggette alla parte III, Titolo III, Reg. (UE) n. 575/2013, al Reg. (UE) n. 2019/2033, ii) agli artt. 4 e 5 dir. n. 2009/110/CE e agli artt. 7, 8, 9 dir. n. 2015/2366/CE.

36 Il piano di continuità operativa del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* include misure e procedure che, tenendo conto della natura, della portata e della complessità dei servizi che il candidato *provider* intende prestare, consentano la continuità della prestazione di servizi essenziali connessi agli investimenti esistenti e la buona amministrazione degli accordi tra il candidato fornitore di servizi e i suoi clienti.

37 Cfr. art. 8 Reg. (UE) n. 2020/1503.

nazionali nei settori del diritto commerciale, fallimentare, finanziario, della normativa antiriciclaggio o antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale per tutte le persone fisiche coinvolte nella gestione del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* e per gli azionisti che detengono il 20% o più del capitale sociale o dei diritti di voto (art. 12, par. 3, lett. a) Reg. ECSP). Allo stesso modo, il fornitore dovrebbe esercitare quantomeno un livello minimo di adeguata verifica nei confronti dei titolari dei progetti che propongono il finanziamento degli stessi attraverso la piattaforma del *provider*³⁸.

Per quanto concerne le informazioni che i *crowdfunding service providers* forniscono ai clienti su sé stessi, sui costi e sui rischi finanziari connessi ai servizi, nonché sui criteri di selezione dei progetti, si evidenzia che le stesse dovranno essere presentate in forma «*corretta, chiara e non fuorviante*» (art. 19 Reg. ECSP)³⁹. In caso contrario, gli Stati membri devono provvedere affinché alle persone fisiche e giuridiche, responsabili delle informazioni fornite nella scheda contenente le informazioni chiave o c.d. *Key Investor Information Sheet* (KIIS), si applichino le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile⁴⁰.

5 **Quale prospettiva regolamentare nella valutazione del merito creditizio?**

Lo sviluppo della tecnologia e, più in generale, del *Fintech*, ha dato luogo a cambiamenti significativi nell'ambito della valutazione del merito creditizio (*credit scoring*) sia con riferimento all'oggetto (cosa viene valutato?) che con riferimento al soggetto (chi effettua tale valutazione?).

La valutazione del rischio di credito riveste molteplici funzioni, ovvero: i) concorre a preservare la buona reputazione della piat-

38 In particolare, ai sensi dell'art. 5, par. 2, Reg. ECSP, il livello minimo deve includere le seguenti verifiche: a) che il titolare del progetto non ha precedenti penali relativi a violazioni delle norme nazionali nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale; b) che il titolare del progetto non sia stabilito in una giurisdizione riconosciuta come non cooperativa a norma della politica dell'Unione in materia o in un paese terzo considerato ad alto rischio ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 2, della direttiva (UE) 2015/849.

39 Si evidenzia che i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono tenuti ad informare i loro clienti della circostanza che i loro servizi non rientrano nel sistema di garanzia dei depositi istituito in conformità della Mifid II (art. 19, par. 2, Reg. ECSP). Gli stessi fornitori si premurano di fornire ai potenziali investitori una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (c.d. KIIS) ai sensi dell'art. 23 Reg. (UE) n. 2020/1503, la quale contiene, inter alia, la segnalazione di rischiosità dell'investimento.

40 Sul punto, pare opportuno segnalare che eventuali errori o imprecisioni, se non corretti, potrebbero comportare l'irrogazione di sanzioni da parte dell'ESMA.

taforma; ii) consente ai *crowdborrower* di indebitarsi in modo responsabile e consapevole, sia con riferimento alla fattibilità del loro progetto che con riguardo alle condizioni economiche corrispondenti al loro profilo di rischio; iii) informa il *crowd-investor* circa il rischio di un determinato investimento in relazione a determinati rendimenti e durate, affinché questi possa assumere consapevolmente i rischi connessi all'attività di *lending*.

Nell'ambito della gestione individuale del portafoglio prestiti, ad esempio, il fornitore di servizi di *crowdfunding* deve esaminare i) il rischio di credito dei singoli progetti di *crowdfunding* che sono stati selezionati per il portafoglio dell'investitore; ii) il rischio di credito del portafoglio dell'investitore, a livello aggregato; e, infine, iii) il rischio di credito dei "proprietari" del progetto selezionati per il portafoglio dell'investitore⁴¹.

Di conseguenza, con riferimento al *lending crowdfunding*, il c.d. *assessment* viene svolto dagli stessi gestori delle piattaforme (o, in alternativa, da un terzo *provider*) per ammettere i richiedenti ai rispettivi servizi⁴².

Nonostante i notevoli passi in avanti intrapresi a livello europeo⁴³, le piattaforme riscontrano sovente una notevole difficoltà nella raccolta di dati, non essendo in possesso delle stesse informazioni degli istituti di credito. Pertanto, tali piattaforme possono entrare in possesso di una rosa di informazioni – sufficiente per esprimere una valutazione – esclusivamente attraverso il richiedente i servizi⁴⁴.

Restano inoltre notevoli criticità dovute alla circostanza che – come noto – le piattaforme, pur attenuando sensibilmente l'asimmetria informativa tra *lenders* e *borrowers*, non assumono su sé stesse il rischio di credito⁴⁵.

41 Inoltre, il fornitore di servizi di *crowdfunding* è invitato a fornire all'investitore una descrizione del metodo utilizzato per le tre tipologie di valutazioni.

42 Secondo l'art. 10 della Proposta originaria di Regolamento, l'ESMA avrebbe dovuto esercitare i poteri di vigilanza ispettiva e informativa sui gestori delle piattaforme e nei confronti dei soggetti in posizioni di management, nei confronti dei quali può perfino negare o revocare l'autorizzazione nel caso in cui ritenga che questi rappresentino una minaccia all'integrità del mercato.

43 Un passo in avanti nella circolazione di "*hard information*" è stato compiuto dalla PSD2 (dir. UE n. 2015/2366), la quale – attraverso lo sviluppo di un modello *open banking* – ha imposto a enti creditizi e istituti di pagamento di mettere a disposizione le informazioni relative ai conti di pagamento di ciascun singolo utente, in modo obiettivo, proporzionato e non discriminatorio (art. 36 PSD2), attraverso sistemi "sicuri", le c.d. *Application Programming Interfaces* (API).

44 Per ulteriori approfondimenti cfr., *ex multis*, FERRETTI, *Not so Big and Big Credit Data Between Traditional Consumer Finance, Fintech and Banking Union: Old and New Challenges in an Enduring EU Policy and Legal Conundrum*, in *Global Jurist*, Berlin-Boston, 2018.

45 Cfr., *ex multis*, MATTASSOGLIO, *Profili giuridici del servizio di valutazione del merito creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending*, in *Quaderni Fintech*, luglio 2019, V, p. 196.

6 Conclusioni

L'attività svolta dalle piattaforme di *crowdfunding* si avvicina maggiormente al settore dei mercati finanziari piuttosto che al settore bancario tradizionale; nonostante persistano ancora arbitraggi regolamentari connessi alle differenti discipline nazionali dei servizi offerti dai fornitori di *crowdfunding* (con tutto ciò che ne deriva in termini di confusione e incertezza giuridica), con l'introduzione di un regime comune sul piano europeo per le diverse forme di *crowdfunding* – sotto forma del Regolamento ECSP (che entrerà in vigore nel 2021) – verrà auspicabilmente promossa la prestazione transfrontaliera dei relativi servizi rimuovendo così gli ostacoli allo sviluppo del settore.

Ciò nonostante, restano ancora alcune zone d'ombra: si pensi all'attività stessa svolta dalle piattaforme, la quale sollecita un intervento regolatore inteso a elaborare sistemi e presidi adeguati in vista di una efficace valutazione del *credit risk* (che avviene in una modalità del tutto automatizzata). Nonostante i profili critici connessi a tale mutamento di rotta sul piano europeo e alla compatibilità della prossima regolamentazione europea con le normative già esistenti, la regolamentazione europea in tema di *crowdfunding* contribuirà non solo a regolare il relativo settore, ma anche a garantire la stabilità del sistema, la tutela degli investitori, nonché a minimizzare le asimmetrie informative.

