



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

RIVISTA DI

DIRITTO TRIBUTARIO E DELL'ECONOMIA

3

2019

Opportunità e rischi delle piattaforme digitali di P2P Lending: nuove strategie di implementazione del prodotto alla luce del recente trattamento fiscale

(Opportunities and risks of P2P digital platform Lending: new product implementation strategies in light of the recent tax treatment)

di *Brunella Russo*

*Professore associato di Diritto dell'Economia
Università degli Studi di Messina*

*"Get closer than ever to your customers.
So close that you tell them what they
need well before they realize it
themselves"*

Steve Jobs, Co-founder Apple Inc.

ABSTRACT

FinTech platforms undoubtedly constitute a strong stimulus to innovation for traditional intermediaries, helping to generate new equilibriums in the financial sector, with positive effects on economic growth. While constituting an important source of alternative financing for families – and above all for SMEs – and for savers a form of greater diversification for their investment portfolio, the new platforms, and especially those operating in the P2P Lending segment, however, exhibit a series of risks that should not be underestimated starting from the expansion of credit to the most risky debtors and the repercussions on investor's ability to absorb losses.

In light of the manifested needs, the recent tax treatment of the proceeds deriving from the P2P loans, contained in the 2018 Budget Law, seems to constitute a further step forward for our legislator, already committed to regulating the phenomenon, towards an increase in volumes linked to the use of the platforms, also in terms of investment incentives through the new long-term Individual Saving Plans (PIRs) which are tax exempted.

SINTESI

Le piattaforme FinTech possono costituire indubbiamente un forte stimolo all'innovazione per gli intermediari tradizionali contribuendo a generare nuovi equilibri nel settore finanziario, con positivi effetti sulla crescita economica. Pur rappresentando un'importante fonte di finanziamento alternativa per le famiglie – e soprattutto per le PMI – e per i risparmiatori una forma di diversificazione maggiore per il proprio portafoglio di investimenti, le nuove piattaforme, ed in specie quelle che operano nel comparto del P2P Lending, manifestano tuttavia una serie di rischi che non vanno sottovalutati, a partire dall'espansione del credito ai debitori più rischiosi e dalle ricadute sulla capacità di assorbimento

delle perdite da parte degli investitori.

Alla luce delle manifestate esigenze, il recente trattamento fiscale dei proventi derivanti dal prestito P2P, contenuto nella Legge di Bilancio 2018, sembra realizzare un ulteriore passo in avanti del nostro legislatore, già peraltro impegnato a regolare il fenomeno, verso una crescita dei volumi legati all'utilizzo della piattaforma, anche in termini di incentivazione agli investimenti per mezzo dei nuovi PIR esenti da prelievo fiscale.

SOMMARIO: 1. La "rivoluzione" delle piattaforme digitali – 2. Profili regolatori – 3. Esigenze di reperimento delle risorse finanziarie da parte della clientela – 4. (Segue). L'individuazione dei possibili rischi e benefici legati all'operatività delle piattaforme – 5. Il regime fiscale dei proventi derivanti dalle attività di P2P Lending

SUMMARY: 1. The "revolution" of digital platforms – 2. Regulatory profiles – 3. Requirements for obtaining financial resources from customers – 4. (Continued). The identification of possible risks and benefits related to the operation of the platforms – 5. Tax treatment of proceeds deriving from P2P Lending activities

1. La "rivoluzione" delle piattaforme digitali

Volendo circoscrivere in questa sede l'analisi delle nuove piattaforme digitali di P2P Lending alle opportunità e ai rischi che possono scaturire dal loro utilizzo, nonché ai significativi vantaggi apportati dal legislatore italiano in materia fiscale, è necessario procedere preliminarmente, attraverso una valutazione più ampia del fenomeno *FinTech*,¹ evidenziando le cause contingenti che in una situazione

¹ Si richiama la composita normativa europea e gli Standard-Setters Internazionali che definiscono il *FinTech* «a technologically enabled financial innovation that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on financial markets and institutions and the provision of financial services».

Cfr., EU PARLIAMENT - Committee on Economic and Monetary Affairs, *Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector* (2016/2243[INI]), del 28 aprile 2017; EBA, *Discussion paper on the EBA's approach to financial technology (FinTech)*, EBA/DP/2017/02 del 4 agosto 2017.

Il Comitato di Basilea, in un documento pubblicato il 20 febbraio 2018 dal titolo *Sound Practices on the implications of fintech developments for banks and bank supervisors*, ha tracciato una mappatura aggiornata delle iniziative intraprese dalle Autorità di vigilanza a livello internazionale, che consente di cogliere i diversi orientamenti oggi esistenti nei vari paesi membri. Il Basel Committee on Banking Supervision - BCBS fa propria la definizione di *FinTech* adottata dal Financial Stability Board - FSB (cfr., *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*, 27 giugno 2017), la quale fa riferimento alla capacità propria dell'innovazione tecnologica di tradursi in nuovi modelli di *business* e fornitura di nuovi servizi alla clientela.

In argomento, cfr., FERRETTI R., LUNETTI D., *Prime osservazioni sul documento del Comitato di*

economica già abbastanza incerta – vuoi a motivo della politica di tassi d’interesse bassi, con rendimenti pressoché nulli, vuoi anche per una generale difficoltà delle banche di approcciarsi alla propria clientela con servizi innovativi – hanno generato una spinta propulsiva verso forme di investimenti più rischiose ma sicuramente migliori sotto il profilo della remunerazione all’impiego dei fondi (ma la “rivoluzione” va oltre e riguarda anche servizi di pagamento, consulenza e di finanziamento), portando a superare quell’atavica reticenza del risparmiatore italiano nell’affrontare le insidie dei mercati e utilizzare, come in questo caso, canali nuovi ed alternativi a quello bancario.²

Tralasciando di considerare la sua ampia espansione oltreoceano, lo sviluppo di applicazioni digitalizzate nel sistema finanziario europeo si presta, come si dirà, a più punti di osservazione non solo per il carattere innovativo dei modelli di *business* in cui il fenomeno stesso si traduce e per gli effetti del posizionamento competitivo di tali imprese nell’industria finanziaria, ma anche, e soprattutto, sul piano normativo in considerazione della sua elevata innovatività e della velocità con cui evolve a livello mondiale tanto da richiede sempre più insistentemente l’attenzione del regolatore.

Ne conseguono riflessioni, che si andranno via via ad avvicinarsi nel corso di tale indagine, volte a comprendere utilità e modalità di normazione del *FinTech*

Basilea sulle implicazioni del fintech per le banche e le Autorità di vigilanza, in *Diritto Bancario on line* del 23 febbraio 2018.

Ancora per la compiuta bibliografia, in particolare, ARNER D.W. et al., *The evolution of fintech: new post-crisis paradigm*, in *Georgetown Journal of International Law*, 2016, vol. 47(4), 1271-1320; FERRARI R., *L’era del fintech. La rivoluzione digitale nei servizi finanziari*, Franco Angeli, 2016, pp. 36 e ss.; BOFONDI M., GOBBI G., *The big promise of Fintech*, *European Economy*, 2017, vol. 2, pp. 107-119; BIANCO V., *Millennials e FinTech: i giovani alla guida della rivoluzione del risparmio gestito*, in *LINKIESTA* del 14 marzo 2018.

² E’ importante sottolineare che se il concetto di “alternatività” al canale bancario è stato interpretato in un primo momento, in termini di contrapposizione al sistema finanziario attuale (c.d. *disintegration*), successivamente è emersa la consapevolezza della possibilità di un rapporto di “complementarietà” con gli intermediari tradizionali presenti al suo interno (c.d. *fintegration*), nell’ottica di un rinnovamento dell’intera industria finanziaria provocato dall’irrompere di tecnologie digitali innovative.

Così, compiutamente SCIARRONE ALIBRANDI A., *La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, *Quaderno FinTech della Consob*, n.5/2019, pp. 22 e ss..

– valutando l’eventuale grado di completezza e di estensibilità (a questi operatori) della disciplina vigente per gli intermediari e i mercati finanziari sottoposti a regime di vigilanza – nonché le possibili ricadute che tali nuove modalità applicative possono avere sulle controparti interessate (*borrower* e *lender* o, più propriamente, *investor*).

Non si può fare a meno di constatare infatti come questi nuovi *competitor*, più agevolmente definiti “piattaforme digitali”, solo in parte regolati – e pertanto operanti nella quasi assenza di controlli, ad eccezione di alcuni paesi europei tra i quali il nostro³ – abbiano cambiato del tutto gli scenari dell’intermediazione, abbattendo, in un lasso di tempo abbastanza breve, quelle che comunemente vengono definite “rendite di posizione” degli operatori tradizionali mediante l’offerta di servizi finanziari ad alto contenuto tecnologico: le nuove imprese d’investimento si differenziano significativamente per la maggiore inclusione sui mercati, la diversificazione dei canali di reperimento delle risorse finanziarie, caratterizzati da prezzi competitivi, la pressione concorrenziale sugli *incumbents*, attraendo inevitabilmente una larga fetta di clientela bancaria sul presupposto di servizi più rapidi, efficienti e meno costosi.

Cosicché, sotto il profilo operativo, l’automazione di molti processi ha finito con il determinare una vera e propria linea di demarcazione rispetto ai tradizionali modelli (compresi in sistemi informatici estremamente difficili da aggiornare e spesso inadatti a cogliere le occasioni presentate dal rapido sviluppo della digitalizzazione) anche per il fatto di avvalersi di tecniche – del tutto inedite rispetto al passato – di approccio alla clientela, considerata per la prima volta al

³ Nella fase di iniziale sviluppo del *FinTech* la Commissione europea non aveva ritenuto necessario proporre una regolamentazione *ad hoc* a livello comunitario, in considerazione della dimensione limitata degli operatori e della innovatività del fenomeno.

Solo dopo Paesi come Italia, Francia, Portogallo, Spagna e Regno Unito hanno scelto di definire una cornice regolamentare ritenendo che un ambiente normativo certo favorisca uno sviluppo più ordinato.

Così in argomento BOFONDI M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *QEF della Banca d’Italia*, n.375/2017, 19.

A seguito dell’introduzione della Direttiva n.2007/64/CE (PSD - *Payment Service Directive*), recepita nell’ordinamento nazionale ad opera del D.Lgs. n.11/2010, si inizia a definire una prima cornice giuridica per il *peer to peer lending*.

centro delle strategie di marketing dell'impresa.⁴ E questo non solo per il fatto di riuscire a captare i nuovi comportamenti dei consumatori e i mutati legami con il mondo della finanza, ma soprattutto a motivo della loro capacità di offrire una serie di benefici in termini di superamento di possibili incertezze e difficoltà nella negoziazione tramite processi di "razionalizzazione" delle operazioni finanziarie (si pensi appunto al tema ricorrente della fissazione del prezzo di servizi o di beni).⁵

Agli indubbi vantaggi hanno fatto però da contrappeso – trovando conferma in quasi tutti gli studi condotti in questi ultimi anni – effetti di segno opposto originati da un'inadeguatezza degli assetti di *governance* interna dei nuovi *players* che, unitamente ad un regime di *soft regulation*, hanno costituito un'importante criticità a danno degli intermediari tradizionali, oltremodo penalizzati dall'insorgere di arbitraggi normativi dovuti alla possibilità per le piattaforme di stabilire la loro sede legale – nonché concludere accordi distributivi e di *partnership* – in ordinamenti per certi versi più flessibili dal punto di vista dell'applicazione delle regole.⁶ Tra l'altro, l'accennata inadeguatezza è parsa presentare elementi di complessità anche a causa del difetto di processi

⁴ Benché la sede non consente l'approfondimento di tali tematiche sarebbe interessante porre l'accento anche sull'aspetto "esperienziale" del processo di acquisto da un punto di vista emotivo, sensoriale e comportamentale che è proprio della *customer experience*.

Sul tema, cfr., MANNING H., BODINE K., *Clienti al centro: Reinventare il business nell'era della Customer Experience*, Hoepli ed., 2012, *passim*; CHOUDHURY M.M., HARRIGAN P., *CRM to social CRM: the integration of new technologies into customer relationship management*, in *Journal of Strategic Marketing*, January 2014, 22.2, pp. 149-176; CELI S.r.l.: *Customer Experience e Net Promoter*, disponibile su <https://www.celi.it/soluzioni/text-analytics/customer-experience-e-net-promoter/>; GAVRIL M., *The New Age of Marketing and Digital Transformation*, Forbes, december 2017; BRAGA A., *Digital Transformation*, Egea ed., 2017; MOORE S., *How to Measure Customer Experience*, Smarter with Gartner, June 2018; BRYAN J., *What's Your Customer Effort Score?*, Smarter with Gartner, July 2018.

⁵ Per le importanti considerazioni si rinvia a AMMANNATI L., *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, in www.federalismi.it, n.7/2019, pp. 6 e ss..

⁶ L'argomento è stato affrontato da LINCIANO N., SOCCORSO P., *FinTech e RegTech: approcci di regolamentazione e di supervisione*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, di Paracampo (a cura), G. Giappichelli Editore, pp. 27-48; AA.VV., *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderno FinTech della Consob*, n.1, marzo 2018. Tali tematiche trovano riscontro anche in PANETTA F., *Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva relativa all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, Roma, 29 novembre 2017.

di *risk management* idonei a identificare, gestire e monitorare adeguatamente tutta l'alea connessa alla protezione dei dati personali, dei consumatori e della concorrenza; senza peraltro tralasciare le questioni derivanti dal possibile mancato contrasto ai fenomeni di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo, tanto che la facoltà di superare i confini nazionali ha richiesto, sempre con maggiore urgenza, interventi di *policy* mirati a consentire al settore finanziario di beneficiare delle innovazioni tecnologiche, imponendosi di preservare, al contempo, un mercato protetto per gli investitori.⁷

Alle anzidette delicate questioni si vanno, in ultima analisi, ad aggiungere, per le indubbe interconnessioni tra mercati e istituzioni, le conseguenze di un'eccessiva concentrazione di servizi digitalizzati in capo a pochi *outsources* con probabili ripercussioni sulla stabilità del sistema finanziario.

2. Profili regolatori

Come è facile comprendere, alla luce delle anzidette perplessità, il tema del controllo e dell'approccio alla norma ai nuovi fenomeni si è posto subito all'attenzione delle istituzioni europee. Tuttavia, la difficoltà di dover scegliere tra l'applicazione di una regolazione omogenea da estendere anche alle nuove imprese o piuttosto considerare regimi differenziati, o addirittura deregolamentati,⁸ in base alla diversità dei servizi offerti caratterizzati da forte

⁷ Cfr., Committee on Payments and Market Infrastructures and International Organisation of Securities Commissions, *Guidance on cyber resilience for financial market infrastructures*, June 2016, www.bis.org/cpmi/publ/d146.pdf.

Secondo tale orientamento, le autorità dovrebbero dotarsi di conoscenze e strumenti idonei ad assicurare l'effettività dell'azione di vigilanza e analizzare le potenzialità che le nuove tecnologie possono offrire per aumentarne l'incisività.

A tal proposito si veda anche CONSOB, Audizione del Presidente G. Vegas presso la VI Commissione Finanze della Camera dei Deputati sul tema "*Indagine Conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*", del 30 novembre 2017.

⁸ Tuttavia gli stessi sostenitori della *deregulation* avvertono che esentare i nuovi arrivati dalle normative tradizionali potrebbe mettere gli operatori storici in svantaggio, generando asimmetrie normative tra *incumbents* e *new-comers*.

Cfr., KOOPMAN C., MITCHELL M., THIERER A., *The sharing economy: issues facing platforms, participants, and regulators*, maggio 2016, pp. 5 e ss..

innovazione, è stata motivo di forti contrasti anche a ragione del fatto che molto spesso l'utilizzo della tecnologia ha finito con il riguardare prodotti o servizi tradizionali già soggiacenti a discipline proprie, anziché crearne di nuovi, rendendo ancora più complesso l'intervento del legislatore comunitario.⁹

Pertanto all'evidente sforzo di mettere in relazione esigenze di regolazione e tecnologia (e con essa la tutela dei variegati diritti) sul presupposto che oggi le nuove operatività oltre ad essere strettamente correlate tanto ai particolari caratteri dell'attività (si modificano i rapporti, anche di natura contrattuale) quanto alle preferenze e i comportamenti degli individui (si produce un diverso tipo di domanda del tutto nuovo rispetto ai consueti canoni disciplinati) si affianca l'oggettiva difficoltà di dare avvio alla definizione di un quadro normativo organico e condiviso a livello internazionale, la cui non facile realizzazione (per modalità e tempistiche) lascerebbe ancora spazio alla scarsa efficacia di soluzioni intraprese a livello di singoli ordinamenti, in larga parte poggiate sull'autodisciplina di questi operatori.¹⁰

Né l'ipotizzata applicazione di regolamenti "obsoleti" ai nuovi *players* – in nome dell'equità tra operatori – costituirebbe, secondo una corretta interpretazione, una risposta alle accennate criticità, dal momento che si limiterebbe ad estendere sui di essi una serie di oneri normativi (si pensi ai requisiti di licenza, controlli dei prezzi, perimetrazione dell'area di servizio, limitazioni di marketing e standard tecnologici) con risultati capaci di restringere inevitabilmente il loro campo d'azione.¹¹

Infine, l'eventualità che i provvedimenti legislativi, una volta applicati,

⁹ Così FCA, *Regulatory sandbox lessons learned report*, October 2017. Questo concetto è stato espresso chiaramente dalla Financial Conduct Authority, per la quale «*the majority of technology-use cases we have seen so far have been the new application of technologies to traditional products or services, as opposed to using technologies to create entirely new products*».

¹⁰ Cfr., BOFONDI M., GOBBI G., *The big promise of Fintech, European Economy*, 2017, vol. 2, pp. 107-119; VIVES X., *The Impact of Fintech on Banking, European Economy*, 2017, vol. 2, pp. 97-105.

¹¹ Ancora in argomento, KOOPMAN C., MITCHELL M., THIERER A., *The sharing economy: issues facing platforms, participants, and regulators, op. ult. cit.*, pp. 7 e ss..

“soffochino” l’innovazione, addirittura ponendo un freno all’espansione e alla crescita delle imprese con l’imposizione di licenze e autorizzazioni, deve tuttavia fare i conti con quella zona grigia rappresentata da una coesistente difformità di tecniche e regole (per lo più valide solo entro i confini domestici) che consente alla clientela di superare ordinamenti più stringenti rivolgendosi a soggetti esteri che, proprio a motivo del loro maggiore grado di libertà, possono prevedere al proprio interno norme di trasparenza e correttezza meno puntuali ed efficaci.

Un bilanciamento di obiettivi, dunque, che deve passare necessariamente attraverso la protezione del consumatore e la sicurezza dei servizi offerti.¹²

Non manca tuttavia chi nel valutare le implicazioni derivanti da una possibile adozione di norme più rigorose (ovvero quelle in cui vengono poste maggiori barriere all’entrata mediante norme civilistiche e fiscali, oltre che di vigilanza) guarda di buon grado verso forme di *self-regulation*, basate su fiducia e reputazione – purché coordinate e vigilate a livello comunitario – poste nell’ambito di una più ampia cornice giuridica, all’interno della quale si andrebbero a sviluppare regole di vigilanza più attagliate al rinnovato panorama finanziario.¹³

Non si può fare a meno di notare comunque, richiamando quanto sostenuto da un’autorevole letteratura in argomento, come «[...] *il fatto che i meccanismi incorporati nella tecnologia influenzino e trasformino i comportamenti degli individui ci riconduce all’idea che la tecnologia sia in modo crescente utilizzata con intento ‘normativo’*»,¹⁴ considerazione questa certamente condivisibile ma

¹² In termini interrogativi ancora AMMANNATI L., *Verso un diritto delle piattaforme digitali?*, op. cit., pp. 11 e ss. nel valutare la capacità dei «regolatori di perseguire obiettivi come la protezione del consumatore, la sicurezza o la tutela della salute evitando allo stesso tempo di gelare l’innovazione, ostacolare l’ingresso di nuovi soggetti e la concorrenza».

¹³ In tal senso, FSB, *Financial Stability Implications from FinTech, Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities’ Attention* del 27 giugno 2017, ove si ravvisa l’opportunità che il regolatore adotti un approccio pragmatico, flessibile, coordinato a livello sovranazionale.

¹⁴ Esaustivamente si rinvia a AMMANNATI L., *Regolare o non regolare ovvero l’economia digitale ‘tra Scilla e Cariddi’*, in www.accademia.eu, 2018, pp. 1-26, nel richiamare, tra l’altro, un orientamento, già consolidato in passato, teso a considerare anche il *cyber-spazio* un “luogo” assoggettabile a norme di carattere regolamentare.

Cfr., REIDENBERG J. R., *Lex Informatica: The Formulation of Information Policy Rules through*

nel senso di conformarsi alla “diversità” dei servizi offerti e alla “specificità” dei processi digitalizzati (che non presuppone comunque una regolamentazione *ad hoc*), senza cercare di ricondurre la pluralità dei nuovi attori alle preesistenti categorie di intermediari e mercati finanziari, né di ricomprendere la generalità dei servizi innovativi nell’alveo di quelli già disciplinati.

Ecco perché l’applicazione di regimi regolamentari e di vigilanza comuni su soggetti che offrono prodotti e/o servizi finanziari simili dovrebbe portare a predisporre approcci di tipo “*same services - same risk - same rules*”, indipendentemente dal tipo di entità giuridica offerente il servizio, o dalla sua dimensione – come poi sostanzialmente hanno scelto di fare le istituzioni¹⁵ – in grado di deregolamentare verso il basso attraverso parità di condizioni operative tra *incumbents* e *new-comers* – quello che comunemente viene definito “*level playing field*” – fermo restando il rispetto di principi tassativamente fissati e riconducibili ai ben noti criteri di “proporzionalità”, in rapporto al rischio di eccessivi oneri di *compliance*, e di “neutralità” con riguardo ai nuovi sviluppi tecnologici.¹⁶

D’altro canto, la prospettiva di mantenere un campo livellato e la regola “*same activities - same risks - same rules - same supervision*” è sembrata costituire il miglior deterrente a fronte degli effetti potenzialmente *disruptive* dell’ingresso dei nuovi *players* nel settore finanziario vista la capacità di espansione e di influenza di questi soggetti rispetto ai tradizionali canali e la pressoché assenza di regole. Ciò soprattutto se rapportato al mercato italiano, in considerazione

Technology, in 76 Tex. L. Rev. 553 (1997-1998); LESSIG L., *Code: And Other Laws Of Cyberspace*, 1999.

¹⁵ ESMA, *Response to the Commission Consultation Paper on Fintech: A more competitive and innovative financial sector*, nn.34 e 35. Dello stesso avviso EBA, *The EBA's Fintech roadmap. Conclusions from the consultation on the EBA's approach to financial technology (Fintech)* del 15 marzo 2018).

¹⁶ Cfr. EUROPEAN PARLIAMENT - Committee on Economic and Monetary Affairs, *Report on FinTech: the influence of technology on the future of the financial sector*, op. ult. cit.. Come indicato peraltro dall’ESMA in risposta alla consultazione della Commissione europea sul *FinTech* del 2016 «[...] ESMA supports this approach which ensure a level playing field among stakeholders operating in the digital and 'traditional' markets as well as ensuring a similar level of protection for consumers of financial services».

della lentezza con la quale il sistema bancario sembra percorrere il necessario processo di ridefinizione di piani strategici ed implementazione operativa reso auspicabile dall'innovazione tecnologica e dal rinnovato scenario di mercato.

Considerazioni di questo tipo ci portano a concludere, in ultima analisi, come le piattaforme (*i.e.*, impresa che opera *two/multi - sided markets* realizzando transazioni decentralizzate tra individui atomizzati)¹⁷ non sono soltanto una sfida per i tradizionali modelli di *business* ma ancor più per legislatori e regolatori: l'integrazione dei mercati richiede dunque regole comuni da applicare con criteri omogenei.

Resta sempre il fatto che l'incapacità di contrastare il crescente potere della digitalizzazione sui mercati attraverso regole certe, almeno in questa fase, finisca con l'essere un fattore di potenziale vulnerabilità per la clientela con tutto ciò che ne consegue anche in tema di *privacy* e tutela dei dati personali, argomenti per i quali è già stata avviata un'azione riformatrice da parte del regolatore europeo.¹⁸

¹⁷ Per un primo approccio al tema delle piattaforme, COMMISSIONE EUROPEA, *Public consultation on the regulatory environment for platforms, online intermediaries, data and cloud computing and the collaborative economy*, Sept. 2015. Ancora da richiamare lo studio condotto da FINGLETON J., STALLIBRASS D., *Imprese peer-to-peer, regolamentazione e concorrenza, in Mercato concorrenza regole*, 2015, pp. 405 e ss..

¹⁸ L'argomento risulta essere di grande attualità a seguito dell'emanazione del Regolamento (UE) 2016/679 relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali, nonché alla libera circolazione di tali dati.

Per un primo commento, mi sia consentito il rinvio a RUSSO B., *Tecnologie digitali e tutela dei dati personali: quali possibili impatti sulla PSD2?* in *Rivista di Diritto Bancario*, reperibile all'indirizzo www.rivista.dirittobancario.it, vol. 2/2019, pp. 260 e ss.; *id.*, *La data protection nel settore bancario: gli adempimenti privacy in termini di compliance al Regolamento*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario* n.3/2019, pp. 467-504. Più specificatamente a SPINA A., *Alla ricerca di un modello di regolazione per l'economia dei dati. Commento al Regolamento (UE) 2016/679*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2016, pp. 145 e ss.; PIZZETTI F., *Privacy e il diritto europeo alla protezione dei dati personali*, G. Giappichelli Editore, 2016.

Tuttavia, come è stato sottolineato da autorevole dottrina «*lo scudo del GDPR potrebbe essere almeno in parte indebolito a partire dal recente accordo politico tra Parlamento, Consiglio e Commissione sulle regole che consentono la libera circolazione dei dati non personali [...] questi possono essere accumulati e processati ovunque nell'Unione e sottoposti a controllo da parte delle autorità pubbliche alle quali è garantito l'accesso ai dati. Certamente dal punto di vista del mercato dei dati e del rafforzamento dell'economia è che, in alcuni casi, dati non sensibili possono essere riaggregati grazie agli algoritmi così che i titolari potrebbero essere di nuovo identificati ma sottraendoli questa volta alle garanzie del GDPR*».

3. Esigenze di reperimento delle risorse finanziarie da parte della clientela

L'introduzione della Direttiva 2007/64/CE ("PSD - *Payment Service Directive*") a livello europeo fornisce una prima cornice giuridica all'interno della quale si incardina il *Peer to Peer Lending*, in tal modo permettendo di superare quelle difficoltà di inquadramento del fenomeno, evidenziate in precedenza, attraverso il conferimento di un certo grado di certezza normativa. Sull'onda dell'intervento comunitario, la Banca d'Italia ha cercato di arricchire l'esigua disciplina domestica partendo proprio dalle riserve d'attività previste dalla *lex specialis* per i soggetti diversi dalle banche, tanto che a seguito dell'esclusione delle piattaforme dall'esercizio di dette attività, lo stesso organo di vigilanza optò, in un primo momento, addirittura per la cancellazione dell'operatore *peer-to-peer* dall'elenco degli intermediari finanziari del 106 TUB.¹⁹

Cosicché nell'*intentio* di adattare una norma ormai inadeguata per conformarla al progressivo ampliamento dei canali non bancari di finanziamento dell'impresa, il legislatore è ritornato sull'argomento escludendo dal novero del divieto alcune operatività (art. 11, co. 2-*bis* e 2-*ter* TUB) in quanto non costituenti raccolta del risparmio tra il pubblico e conseguentemente estendendo implicitamente ai gestori autorizzati, in qualità di intermediari finanziari iscritti all'albo generale, ex art. 106 TUB, lo stesso principio.

Solo dopo l'autorità di vigilanza, a seguito del provvedimento del 2016 in materia di raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche,²⁰ torna ad occuparsi delle attività esercitate dalle piattaforme, dedicando una sezione specifica anche al fenomeno del "*Social Lending*". In questa sede, da un lato viene ribadito come l'esercizio dell'attività delle piattaforme concessa ai gestori

¹⁹ Cfr. art. 11 del TUB (oggetto di una profonda revisione a seguito del D.Lgs. n.37/2004) in cui si delinea la nozione di raccolta del risparmio con tassativo divieto di acquisizione di fondi presso il pubblico a soggetti diversi dalle banche (in specie, comma 2).

Più analiticamente si rinvia a BOFONDI M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, Banca d'Italia, in *Questioni di Economia e Finanza*, n.375, 2017, pp. 19 e ss..

²⁰ Cfr., BANCA D'ITALIA, *Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 8 novembre 2016, in particolare sezione IX. Restano ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di *social lending* attraverso portali *on-line*.

non costituisce raccolta del risparmio presso il pubblico – facendo inoltre chiarezza in merito alle ben note questioni sollevate in sede giurisprudenziale²¹ – sul presupposto che le somme ricevute dagli investitori non vengono collocate in appositi conti giuridicamente separati da quelli della società, cosicché la piattaforma ne acquisita tanto la titolarità quanto la proprietà. Dall'altro dispone che il rischio di violazione della riserva bancaria non è riferibile solo ai gestori delle piattaforme (diversi da banche, IP e IMEL) ma anche, e soprattutto, ai prenditori di fondi (*crowd-borrower*): questi ultimi infatti, ricevendo denaro dal pubblico, non violano la riserva in questione solo nell'ipotesi in cui si avvalgano di «*soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale*».

Pertanto, il perimetro entro il quale si muove l'operatività del *P2P Lending* – in linea di principio e salve determinate eccezioni²² – risulta circoscritto dal tassativo divieto per i gestori di effettuare “raccolta di fondi a vista” (e ogni altra forma collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata). Questa circostanza, tra l'altro, sembra confermata sia dall'ulteriore mancata definizione dei limiti d'importo – imposta dal legislatore al fine di impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per un importo rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori – sia dalla spiccata caratterizzazione di *marketplace* della piattaforma;²³ profilo questo che mette

²¹ Si rinvia più opportunamente alla sentenza del TAR Lazio, sez. III, del 12 dicembre 2009 n.12848, in *Giur. comm.*, 2011/2, II, pp. 422 e ss..

²² Significativamente diverso è il caso della piattaforma che compartecipi ai finanziamenti erogati ai prenditori di fondi, esponendosi in via diretta al rischio di credito della controparte, almeno pro-quota: in tal modo assume la configurazione di un intermediario creditizio sottoposto al regime autorizzativo e di vigilanza della Banca d'Italia. Anche in questo caso vige però il divieto di “raccolta a vista” presso i risparmiatori, salvo che non venga richiesta l'autorizzazione a svolgere la propria attività in qualità di operatore bancario (i primi operatori italiani di *social lending* sono stati autorizzati dalla Banca d'Italia come intermediari, ex art. 106 TUB).

Resta salva, come già sottolineato, la raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano via *web* attività di *social lending*.

²³ Ci si riferisce a un punto di incontro telematico dove una pluralità di soggetti interessati possono richiedere, a potenziali investitori, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto.

Si tratterebbe pertanto di un'attività organizzata in modo tale da assemblare (in modo nuovo e originale rispetto ai modelli tradizionali grazie alla presenza della piattaforma) la prospettiva

subito in evidenza la mancata connotazione di controparte contrattuale, tipica delle banche, e la conseguente natura di “prestito collettivo” dell’operazione derivante dalla possibilità di far concludere, in via diretta mediante canale digitale, un contratto di finanziamento (debito o titoli di debito) tra soggetti terzi (clienti della stessa piattaforma) con una rapidità di riposta, alle esigenze finanziarie dei prenditori di fondi, maggiore rispetto ai canali tradizionali.

Secondo quanto disposto nel documento citato, si tratterebbe di acquisizione di fondi effettuata sulla base di “trattative personalizzate” laddove i prenditori di fondi (privato, libero professionista o impresa con esigenze di finanziamento solitamente a breve termine)²⁴ e i finanziatori (a seconda dei casi risparmiatori *retail* o investitori istituzionali, registrati sulla stessa piattaforma, d’ora in avanti “investitori”)²⁵ incidono con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto stipulato limitando – questo è il punto cruciale – il gestore del portale ad una mera attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti la stipula dell’accordo.²⁶ La configurazione delle piattaforme in termini di totale *disintermediazione* rendere dunque possibile la messa in contatto *one-to-one* di soggetti interessati a concludere direttamente tra loro un contratto di finanziamento, eliminando a monte ogni forma di rischio legata alla

creditizia (*lending*) con quella del mercato (*marketplace*).

Così, AHERN D.M., *Regulatory Arbitrage in a FinTech World: Devising an Optimal EU Regulatory Response to Crowdfunding*, European Banking Institute Working Paper Series 2018/24, in consultazione al sito <https://ssrn.com/abstract=3163728>.

²⁴ Cfr., ATZ U., BHOLAT D., *Peer-to-peer lending and financial innovation in the United Kingdom*, 2016, Staff Working Paper No. 589, Bank of England. Secondo gli autori per quanto concerne il segmento delle piccole e medie imprese, la possibilità di accedere a capitale di debito si basa su un meccanismo simile all’emissione di obbligazioni da parte di società più strutturate.

²⁵ A seguito della proposta di regolamento UE 2018/0048 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, viene definito “investitore”, in virtù dell’art. 3.1, lett. g) «ogni soggetto che, tramite una piattaforma di crowdfunding, concede prestiti o acquisisce valori mobiliari» così da poter estendere il termine “investitore” anche all’attività di *crowd-lender*.

²⁶ Tale condizione si considera rispettata, ad esempio, allorché il gestore predisponga un regolamento contrattuale standard che costituisce solo una base di partenza delle trattative, che devono essere in ogni caso svolte autonomamente dai contraenti, eventualmente avvalendosi di strumenti informatici forniti dal gestore. Inoltre per non incorrere nell’esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori utilizzano esclusivamente piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e sono in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione anche attraverso un’adeguata informativa pubblica.

restituzione del denaro e al suo rendimento.²⁷

È importante sottolineare che, con riguardo alla sua recente evoluzione, il *Social Lending* sembra però allontanarsi gradualmente da quella “dimensione collettiva” dell’investimento – cui prima si faceva riferimento – e da una partecipazione sostanziale degli investitori *retail* (oggi tipicamente soggetti professionali) con conseguente aumento della gamma di rischi legati all’operazione di prestito, aggravata – occorre aggiungere – da un aumento significativo degli importi degli investimenti che hanno finito con il discostare il *P2P Lending* dall’originaria vocazione di fornire una risposta alla domanda di prestiti di piccolo importo e di semplici mutui con rimborso rateale.

L’incidenza dei profili di rischio legati alle operazioni di *lending* ci riconduce all’accennato ruolo di *marketplace* che in questa prospettiva, vede i datori di fondi destinatari delle criticità dei progetti finanziati, scaturite dalle scelte compiute del gestore (qui richiamato sottolineando il suo ruolo in termini di “organizzazione professionale” dell’attività e di “confezionamento” dei prodotti/contratti finanziari) in ordine al tipo di operazioni e di clientela.²⁸

Quanto alla tipologia delle operazioni essa attiene in particolare alle modalità di selezione dei finanziamenti, per cui le interazioni tra clienti della piattaforma sono in larga parte determinate sulla base del modello operativo adottato dalla stessa, capace di differenziare lo schema di selezione. Trattasi invero di due modelli “diretto” e “diffuso”, i quali attribuiscono alla piattaforma (gestita da società finanziarie o istituti di pagamento) una diversa funzione attinente alla scelta *ex-ante* dei progetti da proporre sul proprio mercato virtuale – delimitando a priori l’ambito di selezione degli investimenti – e non meno al conferimento di un mero giudizio espresso tramite *scoring* sulla base di un processo di elaborazione algoritmica delle informazioni (inserite dal soggetto che richiede il

²⁷ Ancora, SCIARRONE ALIBRANDI A., *La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech*, *op. cit.*, pp. 29 e ss..

²⁸ Non di rado, la piattaforma compartecipa al finanziamento dei richiedenti fondi, svolgendo così un’attività “propriamente” creditizia con conseguente assunzione in proprio del rischio di credito o di controparte (*pro quota*).

prestito), che consente ai datori di fondi di effettuare delle valutazioni circa la decisione di finanziamento. Inoltre, a seconda del modello prescelto, diversi sono anche i meccanismi di formazione del prezzo del credito (in termini di tasso d'interesse) adottati nel *marketplace*.

In base ad un primo modello, la piattaforma non si limita a mettere in contatto investitori (esclusivamente *retail*) e prenditori di fondi (famiglie e imprese di piccole e medie dimensioni), ma effettua una "stima" di quest'ultimi, cui assegna una *rating* di solvibilità e, successivamente, effettua il *matching* delle proposte. Diversamente, nel "modello diffuso", il datore di fondi individua la classe di rischio/rendimento cui desidera aderire, ma non sceglie le finalità dell'investimento: il *rating* in questo caso è basato sulle informazioni creditizie e socio-demografiche del cliente (o fornite dal CRIF) e viene successivamente vagliato dal personale della piattaforma che ne definisce anche il limite massimo per investimento. Soprattutto in merito a tale secondo tipo di attività, la selezione dei finanziamenti si caratterizza in modo analogo a quello tipico dell'attività creditizia, sebbene in questo caso, a differenza dell'attività svolta dalle banche, il rischio ricada in capo al cliente della piattaforma e non sull'intermediario.

La valutazione del grado di esposizione alle singole fattispecie di rischio, sulla base del *business model* adottato dalle piattaforme, impone, rinviando a quanto si dirà successivamente, una rappresentazione delle problematiche che derivano in capo agli stessi operatori (potenzialmente esposti ad alee di tipo operativo e strategico quanto, e con la stessa intensità, a rischi di natura reputazionale e di *compliance*), ma anche degli impatti che si determinano sugli altri soggetti coinvolti nelle attività di intermediazione finanziaria, soprattutto con riguardo alla clientela,²⁹ specie quella *retail*, la quale individua la fascia di clientela "elettiva" –

²⁹ Oltre ai possibili rischi di *overconfidence* e *bias* comportamentali e a quelli legati alla scarsa diversificazione del portafoglio del cliente si aggiungono, in maniera direi prioritaria, il rischio di frode (o comportamenti scorretti delle piattaforme); rischi di tutela dei dati e *privacy* (perdita o utilizzo improprio dei dati della clientela da parte della piattaforma; accesso non autorizzato da parte di terzi ai dati personali forniti dal cliente alla piattaforma).

anche se non esclusiva – delle piattaforme di *P2P Lending*.³⁰

Dunque l'eventualità, tutt'affatto remota, che il mercato si espanda verso i debitori più pericolosi costituisce una seria preoccupazione tant'è che sempre più spesso le piattaforme di *lending*, maggiormente strutturate, hanno approntato una serie di strumenti preventivi a partire dalla suddivisione, in tagli di minori dimensioni, delle somme prestate allocandole su più *borrowers* – al fine di diversificare e mitigare il rischio in capo al singolo datore di fondi – fino a prevedere l'offerta di fondi di compensazione, i quali agiscono in caso di mancato pagamento da parte del prestatore.

4. (Segue). L'individuazione dei possibili rischi e benefici legati all'operatività delle piattaforme

Riacciandoci alla possibilità di "ripartire" ovvero di "frazionare" i prestiti tra più richiedenti è possibile, a questo punto, introdurre l'analisi degli impatti dell'operatività online dei prestiti *P2P* riconducibili tanto ai numerosi vantaggi, connessi all'uso della piattaforma, quanto ai già evidenziati elementi di criticità, entrambi meritevoli di valutazione prudente da parte dei diversi soggetti coinvolti.

Una prima indiscussa criticità attiene al rischio informativo data la rilevanza strategica della movimentazione dei dati all'interno dei circuiti digitalizzati. Infatti l'incontro tra le parti nello spazio di rete – inteso come incrocio d'interessi provenienti da una moltitudine di "fornitori di denaro" (*lenders*)³¹ e richiedenti (*borrowers*) – si materializza attraverso l'accesso paritario alle risorse comuni

³⁰ Vale la pena ricordare come, a fronte di eventuali insoluti, è previsto un salvadanaio di mutua garanzia a favore della clientela *retail* datrice di fondi. In Italia tale presidio di tutela è previsto in un unico caso di *marketplace* a differenza di quanto riscontrabile in altri contesti, come nel caso del Regno Unito. L'adesione a questo meccanismo di garanzia è volontaria e comporta la devoluzione da parte della clientela di una quota degli interessi.

Un'analisi più particolareggiata trova spazio nell'ambito dello studio condotto da BOFONDI M., *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, op. cit., pp. 15 e ss..

³¹ Cfr., Commissione europea, *Completing Capital Markets Union by 2019 – time to accelerate delivery*, COM(2018) 114 final, 8 marzo 2018.

Nella comunicazione si fa riferimento al *P2P* come ad una «*diretta alternativa a un prestito bancario con la differenza che, invece di ottenere risorse da una singola fonte, le aziende possono prendere risorse in prestito da decine, a volte centinaia, di soggetti*».

disponibili via *web* secondo un principio di condivisione di dati ed informazioni: la “relazione negoziale” si traduce dunque in un acquisto di “informazioni” che può portare al perfezionamento di un contratto tra i soggetti che si sono avvalsi delle notizie acquisite, ma, nello stesso tempo, può dare origine a forme di *cyber risk*, ovvero a rischi di attacchi informatici, dal momento che i dati possano essere trasferiti presso terzi operatori che, a loro volta, hanno facoltà di trasferirli e venderli ad altri soggetti in contesti giurisdizionali diversi.

Le conseguenze che la manifestazione dei rischi informatici può generare richiama, ancora una volta, il difetto di regolazione delle piattaforme *P2P*, il cui vuoto risulta colmato, nella maggior parte dei casi, da scelte autonome delle singole società circa i presidi da adottare al verificarsi dei suddetti rischi.

Tuttavia, se rapportato al gestore della piattaforma, il rischio informativo si trasforma in un vero e proprio vantaggio da posizionamento: tale soggetto, infatti, beneficia della possibilità di accedere e controllare i dati relativi alle attività compiute tramite piattaforma da parte degli utenti, abbattendo il costo di acquisizione dell’informazione e con esso le asimmetrie informative che tipicamente caratterizzano il tradizionale modello produttivo “a catena”.

A bilanciare questa prima serie di rischi, guardando ancora ai rapporti con i *borrowers*, entrano in gioco benefici in termini di riduzione dei costi di intermediazione e degli oneri generalmente connessi alle operazioni bancarie, consentendo di ottenere, a fronte di ciò, tassi d’interesse più favorevoli.

A differenza dei canali tradizionali, il *P2P Lending* sembra infatti confermare la capacità di ridurre i tassi corrisposti dai prenditori, almeno per quanto riguarda il segmento del credito al consumo, laddove i tassi d’interesse pagati alla piattaforma sono mediamente più bassi rispetto a quelli corrisposti sui finanziamenti con carta di credito. Ciò vale anche per i finanziamenti di piccolo ammontare in molti casi rifiutati dalle banche, soprattutto in relazione agli elevati costi fissi connessi al processo di erogazione del credito, che li rende poco

remunerativi per gli istituti di credito.³²

Altro elemento di sicuro *appeal* è indubbiamente ravvisabile nella natura *uncollateralized* dei prestiti accesi nelle piattaforme *P2P*, anche se recentemente si sta diffondendo la possibilità di ottenere prestiti garantiti, soprattutto in relazione all'acquisto di immobili residenziali.

Gli effetti per i richiedenti, legati all'assenza di garanzie, risultano comunque speculari a quelli ricadenti sui prestatori: i significativi benefici prodotti in termini di disponibilità e differenziazione dei finanziamenti, sia per le famiglie che per le PMI, rendono questi prestiti particolarmente attrattivi soprattutto per imprese di piccole dimensioni e privati che sempre più massicciamente ricorrono ai nuovi canali, caratterizzati da tassi d'interesse indubbiamente meno elevati rispetto alle altre tipologie di finanziamenti,³³ ma allo stesso tempo espongono i *lenders* a possibili rischi d'insolvenza.

Tale eventualità fa emergere uno dei profili di maggiore debolezza del sistema, ovvero, quello legato alle asimmetrie informative, responsabile di un'espansione molto spesso indiscriminata del credito dovuto alla concessione di finanziamenti a soggetti la cui possibilità di mancato pagamento risulta molto alto. Infatti, in un contesto complessivamente positivo per chi richiede finanziamenti, possono non di rado manifestarsi comportamenti opportunistici da parte del soggetto finanziato, oppure fattori di illiquidità legati all'investimento o rischi connaturati al progetto imprenditoriale. Effetti questi che – per quanto imputabili alla piattaforma per non aver posto la giusta attenzione nella fase di valutazione del *rating* di affidabilità dei prenditori – finiscono con il ripercuotersi negativamente sulla capacità degli investitori di assorbire eventuali perdite senza pericoli di tipo

³² Cfr.; GOLDMAN SACHS, Report *"The Future of Finance. The Rise of the New Shadow Bank"*, marzo 2015; DELOITTE, *How can Fintech facilitate fund distribution*, June 2016.

³³ Sostanzialmente chi riceve denaro in prestito paga un tasso di interesse leggermente più alto rispetto ai finanziamenti a medio termine per l'acquisto di macchinari, etc., ma parecchio più basso rispetto ai tassi del normale credito al consumo.

Per ulteriori approfondimenti, cfr., DEMYANYK Y., KOLLINER D. (2014), *Peer-to-Peer Lending Is Poised to Grow*, in *Economic trends*, Federal Reserve of Cleveland; DELOITTE (2016), *Marketplace Lending. A Temporary Phenomenon?*, op. cit..

sistemico.

Generalmente nei 'modelli diretti' di *P2P* cui si faceva prima cenno, dette criticità risultano maggiorate dal grado di autonomia dei prestatori nella scelta del soggetto da finanziare: sono dunque gli investitori a valutare se e quanto investire nelle diverse campagne di raccolta. Tuttavia, al vantaggio per l'investitore connesso via *web* di visualizzare in modo trasparente l'identità del richiedente – attraverso una ponderata valutazione del rapporto fra rischio e tasso di interesse promesso – si contrappone un'esposizione elevata al rischio di insolvenza considerato come l'effetto della diversificazione del portafoglio. Il ruolo della piattaforma, in questo modello, sicuramente più vicino al paradigma del *crowdfunding*, consiste solo nella preselezione dei progetti che verranno pubblicati aprioristicamente e resi accessibili agli investitori, lasciando che determinati rischi si ripercuotino sulla sfera patrimoniale di questi stessi soggetti.³⁴

Dal punto di vista dell'investitore o *lender*, il fattore liquidità è pertanto un elemento da tenere in considerazione nelle scelte di allocazione degli investimenti dal momento che i prestiti *peer to peer* non sono particolarmente liquidi. Allo scopo di renderli più facilmente negoziabili le piattaforme hanno dato il via allo sviluppo di un mercato secondario che costituisce un'opportunità in quanto consente di arginare i rischi di liquidità mediante cessione dei crediti a terzi prestatori.³⁵ Quest'ultimi, infatti, acquistano e vendono i prestiti già sottoscritti secondo i propri criteri di investimento, mentre l'investitore ha la possibilità di ottenere un preventivo in tempo reale per i prestiti che desidera

³⁴ Si veda più opportunamente, BANI E. (2017), *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *FinTech: introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari* di Paracampo (a cura di), G. Giappichelli Editore, 2017, pp. 164 e ss.; ancora sul tema PHILIPPON T., *The FinTech Opportunity*, 2016, NBER Working Paper n.224.

³⁵ Ovviamente sono cedibili i finanziamenti per cui sia scaduta almeno una rata (non quelli appena contratti) e durante i quali non vi sia stato mai alcun ritardo nel pagamento delle rate. La piattaforma *Prestiamoci* ha avviato nel settembre 2016 il proprio mercato secondario con regole restrittive che permettono la vendita anticipata del credito solo nei casi in cui il prestito sia pressoché regolare in termini di rate rimborsate.

vendere in un dato momento, attraverso un processo il più possibile “*user friendly*”.

Altro aspetto da tenere in considerazione per gli investitori riguarda anche la maggiore possibilità di differenziare degli investimenti. L’evoluzione delle piattaforme, come prima accennato, è altresì caratterizzata da strategie di diversificazione del portafoglio in più prestiti volti a minimizzare i rischi connessi all’investimento soprattutto per l’investitore al dettaglio (*retail*), il quale richiede un livello di protezione più elevato, sia in termini di valutazione di adeguatezza che di correttezza e trasparenza per le regole di condotta adottate dalla piattaforma.

Ben si comprende allora perché nella scala del rendimento atteso per i *lenders* un peso importante va attribuito alla capacità di ampliamento delle forme di finanziamento, mediante accesso diretto ai prestiti al consumo e alle PMI e non solo attraverso l’emissione di titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione di crediti, per quanto il fenomeno non risulta ad oggi molto diffuso in Italia.

L’investimento diretto in *asset* ha portato gli investitori (per lo più piccoli risparmiatori privati)³⁶ a ritenere il *P2P Lending* una buona alternativa per generare reddito, traducibile in un indiscusso miglioramento della gestione del rischio poiché tali quote di prestiti non solo risultano poco correlati con le principali categorie d’investimento azionarie e obbligazionarie, ma diversificano e rafforzano il portafoglio potendosi distribuire su finalità, classi di merito e tassi d’interesse diversi senza incorrere peraltro nei costi derivanti dall’acquisto di titoli cartolarizzati, quale forma, indiretta e mediata d’investimento.³⁷

³⁶ C’è da dire comunque che le possibilità offerte da questo canale alternativo di erogazione del credito al consumo hanno notevolmente ampliato la sfera degli investitori allargando negli ultimi anni il campo anche agli investitori istituzionali e alle banche.

In termini d’impatto sulla stabilità finanziaria complessiva e su possibili rischi sistemici, cfr., DERMINE J. (2016), *Digital banking and market disruption: a sense of déjà vu?*, in AA.VV., *Financial Stability in the Digital Era*, Financial Stability Review, Banque de France, il quale ritiene che l’investimento di grosse quantità di denaro in queste piattaforme, da parte degli istituti di credito, può causare un vero e proprio effetto sistemico in quanto il fallimento di una di queste potrebbe determinare potenzialmente il *default* degli altri investitori in modo simile a quanto si è verificato prima della crisi globale del 2007.

³⁷ A parte la scorsa applicazione in Italia del modello “*notary model*”, la prima cartolarizzazione

Ove si prendano in esame invece i ‘modelli diffusi’ di *P2P Lending*, la possibilità di ridurre i costi di intermediazione e gli altri oneri connessi al ribaltamento degli *overheads* delle banche,³⁸ determina un vero e proprio effetto leva innescato da un considerevole aumento del tasso di rendimento per gli investitori in rapporto al profilo di rischio di un’eventuale allocazione inefficiente del risparmio e nell’ipotesi di instabilità finanziaria.

Su quest’ultimo aspetto, per quanto l’evidenza empirica non sia ancora in grado di stabilire gli effetti di una probabile inversione del ciclo di credito – rispetto alle attuali tendenze dei mercati – e sue ricadute sui tassi d’insolvenza, non può disconoscersi, ancora una volta, la rilevanza dell’informativa anche e soprattutto in riferimento all’affidabilità creditizia del richiedente. La mancata selezione della clientela, derivante dalla somma di tutti i dati e le informazioni inerenti il *credit score* potrebbe compromettere la capacità di attrarre nuovi finanziatori/investitori a causa dell’eventuale perdita di fiducia riguardo all’affidabilità dei sistemi di *rating* predittivi utilizzati, gli unici in grado di indicare i livelli di probabilità d’insolvenza.³⁹

Per compensare questa limitazione – responsabile dei principali rischi insiti al contratto di debito – i prestiti spesso sono garantiti su alcune piattaforme da un “fondo di salvaguardia” conformato sulla base delle perdite attese (si pensi al

del settore è stata effettuata dall’americana *LendingClub*, nel settembre 2013, interamente sottoscritta da Eaglewood Capital. Le prime cartolarizzazioni sono state sottoscritte tramite *private placement*, ma, considerato l’elevato interesse del mercato obbligazionario, le piattaforme di *P2P* hanno richiesto alle società di *rating* di valutare le *tranche* dei prestiti per il collocamento sul mercato.

La piattaforma britannica *Funding Circle*, ad aprile 2016, ha organizzato la prima cartolarizzazione europea di prestiti *marketplace*. L’operazione di cartolarizzazione ha beneficiato della garanzia del FEI sulle *tranche senior*. A sottoscrivere i titoli derivanti dalla cartolarizzazione è stata *Kreditanstalt für Wiederaufbau* (nota con l’acronimo KfW), l’equivalente tedesco dell’italiana Cassa Depositi e Prestiti.

³⁸ Sui costi connessi alla gestione si rinvia a AA.VV. (2015), *Banks as Patient Fixed-Income Investors*, in *Journal of Financial Economics*, vol. 117, no.3, pp. 449-469.

³⁹ Le informazioni fornite dai potenziali debitori (identità e reddito, nel caso di famiglie, o bilancio nel caso di PMI) sono verificate dalle piattaforme per l’assegnazione del *rating*. Alcune piattaforme controllano “manualmente” ogni mutuatario prima di consentire di fare pubblicità dei progetti per cui richiedono fondi sui loro siti; altre usano le informazioni di siti terzi o *credit bureau*. Si veda sul punto, FORZA D., *Rating nel P2P Lending: che cosa sono?*, disponibile all’indirizzo <http://italian crowdfunding.it/2016>.

fondo italiano “*Lender Protection*” di Smartika e a quello inglese “*Zopa Sefeguard*”) che copre le perdite di capitale ed interessi in caso di insolvenza del debitore cui potranno accedere gli investitori.⁴⁰

Trattasi di una capacità di rimborso basata sulla disponibilità dei fondi sufficienti per ripagare – fino a capienza – sopraggiunte inadempienze, di volta in volta alimentato da commissioni aggiuntive che ciascun richiedente corrisponde, a seconda della classe di rischio, all’atto di erogazione del prestito.⁴¹

L’aspetto da evidenziare è che questa forma di maggior protezione del capitale per i prestatori risulta essere meramente eventuale posto come essa interviene soltanto dopo che sono state espletate tutte le attività di recupero del credito (normalmente dopo almeno 12 mesi dal manifestarsi del primo ritardo nei rimborsi delle rate) il che porta ad escludere ogni natura assicurativa del fondo o ipotetico carattere di garanzia dello stesso a copertura delle perdite sui prestiti erogati.

La capacità di diversificazione del portafoglio segue, nel modello in oggetto, parametri del tutto analoghi a quello precedente considerato. I rimborsi di capitale, nonché i proventi da interessi, vengono automaticamente reinvestiti, a meno che il prestatore non dia disposizioni diverse, chiedendo di incidere maggiormente nella scelta dei prestiti, in funzione del *risk appetite* ritenuto soddisfacente.

Quanto detto mette in rilievo una delle principali caratteristiche operative delle piattaforme di *P2P Lending*, le quali anziché basare i propri guadagni su un margine di interesse netto sono maggiormente protese ad adottare modelli ad agenzia che dipendono dalla capacità di attrarre e trattenere una base di investitori per generare nuovi ricavi dalle commissioni.

In buona sostanza, la piattaforma di credito funge da agente per gli investitori

⁴⁰ In argomento, cfr., CRISTINI F., *Fintech e credito. Disintermediazione o nuova intermediazione?*, in www.dirittobancario.it, 2016.

⁴¹ I soggetti meno rischiosi contribuiscono meno alla costituzione del fondo di salvaguardia rispetto a quelli più rischiosi. La gestione di tali fondi viene affidata generalmente a una società terza.

garantendo il servizio del prestito in cambio di commissioni correnti. Tuttavia questa peculiarità può generare possibili fenomeni di instabilità in merito non solo alla scarsa qualità del credito – o come prima si è definita in termini macroeconomici “inefficiente allocazione del risparmio” – ma anche alla necessità di aumentare rapidamente i volumi finanziati.

Ulteriore fattore di instabilità è senza dubbio legato ai rischi informatici, come peraltro già anticipato. Furto di identità, credito utilizzato con scopo di riciclaggio del denaro, finanziamento del terrorismo, tutela della *privacy* dei consumatori e violazioni della protezione dei dati vanno ad aggiungersi al rischio di frode derivante dal furto o dalla falsificazione dell'identità dei mutuatari iscritti al portale.

La quasi totalità di dette piattaforme ricorre ai dati forniti dai *credit bureau* che vengono interrogati normalmente per ottenere informazioni sulla situazione creditizia dei potenziali debitori; tuttavia la persistente assenza di sufficienti competenze tecniche di prevenzione non consente ancora alla piattaforma di mitigare le delicate questioni di sicurezza informatica.⁴²

5. Il regime fiscale dei proventi derivanti dalle attività di *P2P Lending*

Pur trattandosi di una forma di prestito promettente soprattutto per i privati e piccole imprese (sia ad uso personale che per la realizzazione di progetti di investimento) data la possibilità di superare le lentezze ed i limiti dei tradizionali canali bancari e finanziari, a conti fatti, il *Peer to Peer Lending* non ha avuto la diffusione sperata nel mercato domestico soprattutto per assenza di *favor* da parte dell'investitore italiano⁴³ almeno fino ad una certa data a seguito della quale il legislatore italiano dà il via a un corredo di norme volte a rendere il

⁴² Ad oggi ancora pochi portali effettuano controlli sui prestatori, facendo il minimo richiesto per allinearsi alle leggi antiriciclaggio.

Più in generale sui rischi informatici cfr.; TENDULKAR R., *Cyber-crime, securities markets and systemic risk*, IOSCO Research Department Staff Working Paper, 2013.

⁴³ Per maggiori commenti, si veda, opportunamente, QUARANTA G., *Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, n.5/2018, pp. 790 e ss..

mercato più efficiente e consentire un'ottimale allocazione del risparmio, cui si sono aggiunti, proprio di recente, due importanti provvedimenti di carattere fiscale che vanno nella stessa direzione.

Tali strategie d'implementazione dei volumi intermediati dalle piattaforme nostrane prendono spunto da un'indagine conoscitiva condotta dalla Banca d'Italia la quale ha messo in luce uno dei maggiori ostacoli allo sviluppo del *P2P Lending*, ma in generale dell'industria *FinTech*, derivante dall'assenza di incentivi fiscali agli investimenti effettuati in strumenti di finanza tecnologica e alternativa. Il legislatore ha dunque ritenuto di modificare, attraverso le disposizioni contenute nella Legge di Bilancio 2018,⁴⁴ il trattamento fiscale degli interessi e dei *capital gain* derivanti dal *P2P Lending* con la finalità di creare un valido incentivo al ricorso a tale forma di finanziamento.⁴⁵

Il contenuto dell'innovazione prevede un duplice intervento: per un verso, la modifica dell'art. 44, co. 1, del TUIR,⁴⁶ tramite l'inserimento della nuova lett. *d-bis*), in base alla quale sono da considerarsi come redditi di capitale i «*proventi derivanti da prestiti erogati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziatori non professionali (piattaforme di Peer to Peer Lending) gestite da società iscritte all'albo degli intermediari finanziari di cui all'articolo 106 del testo unico delle leggi in materie bancaria e creditizia di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, o da istituti di pagamento rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 114 del medesimo testo unico di cui al decreto legislativo n. 385 del 1993, autorizzati dalla Banca d'Italia*».

Dunque i proventi derivanti da prestiti erogati attraverso piattaforme dedicate a investitori non professionali "mutano" assumendo la qualificazione di redditi di capitale, cosa che in buona sostanza sta ad indicare il fatto che i redditi

⁴⁴ Cfr., lettera inserita dall'art. 1, co. 43, della Legge n. 205/2017.

⁴⁵ Vale la pena ricordare che prima di questo intervento riformatore, tali proventi rientravano nella categoria dei redditi diversi (quadro RL della dichiarazione dei redditi delle persone fisiche). La conseguenza era di aumentare il reddito imponibile con una tassazione sulla base dello scaglione IRPEF di appartenenza del contribuente che li percepiva.

⁴⁶ Ad opera dell'art. 1, co. 43, della Legge n.205/2017.

corrisposti – a fronte di investimenti in *P2P* – non sono più sottoposti alle ordinarie aliquote progressive Irpef ma a tassazione riservata agli strumenti finanziari suscettibile di ritenuta alla fonte a titolo d'imposta con un'aliquota del 26%.

Con il provvedimento in oggetto si assiste alla definitiva rimozione di un'asimmetria fiscale che risultava particolarmente penalizzante rispetto a quella degli impieghi finanziari tradizionali (si pensi ai dividendi e cedole di obbligazioni) uniformando la tassazione degli investimenti in *P2P* a quella in vigore per obbligazioni, conti correnti bancari e postali, fondi comuni di investimento, etc.⁴⁷ Secondo punto nodale dell'intervento fiscale è l'individuazione dei gestori delle piattaforme in funzione di sostituti d'imposta, ai quali è rimesso il compito di operare le ritenute fisse sui proventi corrisposti a persone fisiche, in base al disposto dell'art. 26, co. 1, del D.P.R. n.600/1973.

Più incisivo, da ultimo, l'intervento operato sulla materia dalla Legge di Bilancio 2019 che, per effetto dell'art. 1, commi 236 e 238, modifica il TUF a vantaggio delle piattaforme telematiche nella parte in cui stabilisce che le stesse non sono più destinate, in via esclusiva, alla raccolta di capitale di rischio, ma anche «...*di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*».

Nel porre infatti una modifica all'art. 100-ter, co. 1-ter, del TUF, il legislatore offre la possibilità ad investitori istituzionali (o particolari categorie di investitori) – che tramite piattaforma sono controllati dalla Consob – di emettere obbligazioni o titoli di debito, nei limiti indicati dalla legge ordinaria. Trattasi, in

⁴⁷ Discorso a parte meritano gli aspetti fiscali del *P2P* in ambito *no-profit*, a seguito dell'emanazione del D.Lgs. n.117/2017, che ha introdotto nel nostro ordinamento il Codice del Terzo Settore, all'interno del quale l'art. 78 è rubricato specificamente "Regime fiscale del *social lending*". Anche tale norma stabilisce che i gestori di piattaforme *web* che svolgono attività di *social lending* – finalizzato al finanziamento e al sostegno delle attività di interesse generale, al cui perseguimento sono istituzionalmente deputati gli enti del Terzo settore – devono agire in qualità di sostituti di imposta e applicare agli importi percepiti a titolo di remunerazione dai soggetti che prestano fondi attraverso tali piattaforme una ritenuta alla fonte a titolo di imposta, ai sensi dell'art. 26, co. 4, del D.P.R. n.600/1973. In questo caso, l'aliquota prevista è quella stabilita per le obbligazioni e gli altri titoli indicati dall'art. 31 del D.P.R. 601/1973 (tra i quali figurano anche i titoli di stato), quantificata nella misura del 12,50%.

altri termini, dell'opportunità, per gli enti di previdenza e i fondi pensione, di collocare all'interno dei PIR (Piani Individuali di Risparmio) quote di prestiti o di fondi di credito cartolarizzati, erogati e/o originati tramite piattaforme P2P, usufruendo dei relativi incentivi fiscali.⁴⁸ Come per i redditi derivanti dagli altri investimenti inseriti in un PIR, anche gli interessi provenienti da tale tipologia di prestiti sono esenti da imposizione allorquando siano rispettate alcune condizioni.⁴⁹

In definitiva, l'equiparazione della tassazione degli investimenti nel *Peer to Peer Lending* alle rendite finanziarie rende, di fatto, più conveniente la scelta di investire i propri risparmi nell'erogazione online dei prestiti tra privati,⁵⁰ eliminando così dal mercato domestico un'anomala sperequazione frutto esclusivamente di refusi del passato.

Quanto finora accertato ci induce a trarre qualche considerazione conclusiva. Gli interventi adottati dal Governo nel corso degli ultimi due anni hanno certamente messo in luce le potenzialità dello strumento quale canale ideale per far affluire il risparmio all'economia reale – obiettivo principale dell'agevolazione fiscale – soprattutto per l'enorme bacino di aziende che, in questa particolare fase post crisi, non possono essere raggiunte attraverso fondi di tipo tradizionale presenti sul mercato (nazionale) del capitale gestito.

Per quanto in questa sede risulta difficile stabilire se (e in che modo) l'attuale trattamento fiscale servirà ad incentivare lo sviluppo del *P2P Lending* in Italia nell'immediato futuro, è certo che il maggiore rendimento netto porterà inevitabilmente a una riduzione dei tassi di interesse applicati ai debitori, avvicinando una fetta sempre più ampia di clientela. Inoltre la predisposizione

⁴⁸ Questa seconda norma sembra ricalcare quanto implementato dal legislatore del Regno Unito con l'introduzione degli "*Innovative Finance ISAs*" (*Individual Savings Accounts*), peraltro non ancora decollati. Si tratta di una forma del tutto nuova di ISA equivalente dei PIR italiani.

⁴⁹ Ne deriva che, in tal caso, rispettando i requisiti stabiliti dalla legge, soprattutto in termini di periodo di possesso dell'investimento, un interesse attivo lordo corrisponderà a un valore netto di pari importo.

⁵⁰ Si rinvia su quest'argomento alle conclusioni di LUCIDO N., DE LUCA R., *I piani individuali di risparmio: quadro normativo e aspetti operativi*, in *Fondazione Nazionale Commercialisti*, marzo 2018.

dell'aliquota fissa del 26% per i proventi derivanti da prestiti *peer to peer* comporterà degli indubbi vantaggi soprattutto per i soggetti percettori di redditi elevati i quali, proprio a ragione della loro maggiore disponibilità di fondi liquidi da prestare, avrebbero subito, con il vecchio regime, una pesante tassazione.⁵¹

Ciò peraltro costituirà un concreto incentivo a motivo dei modesti rendimenti che gli investimenti obbligazionari più tradizionali continuano a offrire, con valori insoddisfacenti e non oltre l'inflazione.

Ma con molta probabilità il riscontro più importante potrebbe provenire, nel medio termine, proprio dal crescente interesse da parte delle società di risparmio gestito: il provvedimento di bilancio di quest'anno, infatti, ha aperto la strada esplicitamente al riconoscimento del *Social Lending* come *asset class* affidabile, redditizio e fiscalmente equo.

Si può senz'altro ritenere che entrambe le novità contenute nelle rispettive manovre economiche del Governo – aventi ad oggetto la tassazione equiparata alle rendite finanziarie e l'inclusione fra gli strumenti previsti nei piani di investimento (PIR) – hanno sicuramente permesso al nostro ordinamento di allineare la regolamentazione fiscale a quella degli altri paesi membri contribuendo peraltro, nell'ottica più generale del progetto europeo delle "patenti *FinTech*", a ridurre gli ostacoli che in parte si frappongono alla circolazione delle attività delle piattaforme telematiche in tutta l'area UE.

⁵¹ Si parla in questo caso di una tassazione massima pari al 43%.