



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI ROMA TRE
DIPARTIMENTO DI STUDI AZIENDALI

DOTTORATO DI RICERCA IN
“Mercati, impresa e consumatori”
CURRICULUM IN
“Diritto dei mercati e dei consumatori”
XXXI° CICLO

LA DISINTERMEDIAZIONE CREDITIZIA

Settore scientifico di afferenza: IUS/05 - IUS/01

COORDINATORE DEL DOTTORATO:

Chiar.ma Prof.ssa Maria Claudia Lucchetti

TUTOR:

Chiar.mo Prof. Raffaele Di Raimo
Chiar.mo Prof. Fabio Bassan

DOTTORANDO:

Dott. Francesco Della Rocca

INDICE

INTRODUZIONE pag. 5

CAPITOLO PRIMO: LA DISCIPLINA GIURIDICA (PROFILI GIURIDICI) DEL FENOMENO DELLA DISINTERMEDIAZIONE CREDITIZIA

1. Le modalità operative del *peer to peer lending* pag. 11

2. Assenza di una normativa specifica pag. 17

3. Disposizioni Banca d'Italia pag. 24

4. Inapplicabilità diretta della normativa sull'*equity crowdfunding* pag. 28

5. Istanze per una regolamentazione europea pag. 33

6. Il ricorso all'analogia per tutelare gli importanti interessi in gioco pag. 38

**7. Altre normative applicabili al fenomeno del *social lending* ed ai
contratti di finanziamento conclusi attraverso la piattaforma..... pag. 58**

**8. Il ruolo dell'autoregolamentazione e la centralità dell'operato del
giudice pag. 60**

CAPITOLO SECONDO: IL RUOLO DELLA PIATTAFORMA ED I PROFILI DI RESPONSABILITÀ DELLA STESSA

1. Il contratto socialmente tipico di servizio di *social lending*..... pag. 65

**2. Caratteri distintivi delle piattaforme di disintermediazione
creditizia e conseguenze dell'assenza di trattive personalizzate..... pag. 69**

3. La piattaforma come *marketplace* e gli obblighi derivanti da detta classificazione pag. 72
4. La classificazione delle altre attività connesse: consulente finanziario, esecutore di ordine per conto di clienti e mediatore creditizio pag. 77
5. Ulteriori obblighi connessi all'applicazione della disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e di altre norme di settore pag. 84
6. Il ruolo della piattaforma nel procedimento negoziale: arbitratore rappresentante o come ufficio di diritto privato pag. 87
7. Profili di responsabilità pag. 94

CAPITOLO TERZO: PROCESSO, REGOLE E RIMEDI NELLA FORMAZIONE DEI CONTRATTI DI FINANZIAMENTO TRA INVESTITORE E PRENDITORE

1. Natura giuridica e struttura del “contratto di finanziamento di *social lending*” pag. 98
2. Procedimentalizzazione della manifestazione del consenso negoziale pag. 101
3. Rimedi contrattuali nel contratto di finanziamento per vizi nel procedimento negoziale dello stesso ed in caso di violazione della disciplina applicabile al contratto collegato di servizio di *social lending* pag. 109

4. Insufficienza dei rimedi di diritto “comune” e bilanciamento necessario dei valori in gioco	pag. 113
CONCLUSIONI	pag. 119
BIBLIOGRAFIA	pag. 122
SITOGRAFIA	pag. 136

INTRODUZIONE

Negli ultimi anni tutto il settore finanziario e, in particolare, quello riguardante i finanziamenti a imprese ed ai soggetti *retails* è stato interessato dalla creazione di nuove forme di finanziamento derivanti dall'applicazione della tecnologia alla finanza.

In particolare, attraverso la rete si sono sviluppati prima nel mondo anglosassone, poi nella maggior parte dei paesi sviluppati (compresa l'Italia) piattaforme di *crowdfunding*¹ che rappresentano una valida alternativa ai canali tradizionali di accesso al credito o un ottimo canale per finanziare la propria attività aziendale.

Lo sviluppo di questi nuovi canali di finanziamento è nato in risposta al fenomeno del “*credit crunch*”, cioè della stretta (creditizia) delle banche o degli intermediari del credito tradizionali a concedere credito alle famiglie ed agli imprenditori.

¹ Il *crowdfunding* rappresenta il finanziamento della folla dall'inglese “*crowd*” (folla) e “*funding*” (finanziamento) e talvolta ci si riferisce a tale fenomeno come “finanziamento dal basso” o “finanziamento collettivo”. Sostanzialmente, si tratta di un finanziamento collettivo che consente a chi ha idee o necessità di sostenerle raccogliendo *online* i fondi necessari da una moltitudine di persone. Interessanti sono pure le definizioni di *crowdfunding*: European Crowdfunding Network (2012): «*Crowdfunding is a collective effort of many individuals who network and pool their resources to support efforts initiated by other people or organizations*»; Pais et al. (2014): «*una forma di partecipazione (finanziaria, ma non solo) della rete (sociale) e attraverso la rete (Internet) a un progetto che si caratterizza per: progettualità a termine; libertà di scelta del progetto e del progettista, veicolata attraverso meccanismi reputazionali; trasparenza dei finanziamenti raccolti*»; G. Quaranta (2016): «*Il crowdfunding è un particolare tipo di finanziamento collettivo che, sfruttando le potenzialità di Internet, consente a coloro che hanno idee o delle necessità, ma - rispettivamente - non i tutti i fondi per realizzarle o soddisfarle, di provare ad accedere a risorse economiche di terzi, partendo da quelle di parenti e amici (family and friends) nella speranza di attrarre anche quelle - molto più ingenti - della folla (crowd) che popola il mondo online, la quale (fools), fidandosi dei meccanismi di feedback che si generano tra gli utenti - come discriminante per la validità e la fattibilità di un progetto - è disposta a finanziare un numero crescente di idee (bisogni), in quanto la tendenza - trainata da World Wide Web - è quella di vendere sempre più unità di prodotti e/o servizi specifici per piccole nicchie. In questo modo, chiunque può, potenzialmente, accedere ad un vero e proprio 'finanziamento della folla'*»; M. Tencalla (2017): «*Il 'crowdfunding' può essere definito come il processo con cui più persone conferiscono somme di denaro per finanziare un progetto utilizzando siti internet e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa*»; Commissione Europea (2018): «*The basic function of crowdfunding can be described as an open call via the Internet for the provision of funds by the public at large to support specific initiatives by typically small fundraisers. The investors/lenders can provide the means as a pure donation (intangible reward) or in exchange for some form of reward in order to compensate for the financial risk taken (tangible reward)*».

Infatti, l'impresa di *crowdfunding* attraverso la creazione di un sito *internet* e quindi di una piattaforma *online* mette in contatto direttamente possibili prestatori o investitori in *equity* con possibili prenditori, cioè persone fisiche o imprenditori che hanno bisogno di ottenere un prestito o vogliono raccogliere capitale di rischio per la loro idea imprenditoriale².

In questo modo, l'investitore finanzia direttamente sotto forma di prestito o acquistando una partecipazione nella società il soggetto che necessita di nuova finanza senza l'intervento diretto dell'intermediario.

Infatti, l'intervento dell'intermediario – seppur si voglia qualificare intermediario l'impresa che gestisce la piattaforma – è una tipologia di intervento strutturalmente nuova rispetto alla tradizionale veste che invece l'intermediario assume in una normale operazione di finanziamento.

² Esistono, in realtà, quattro tipologie base di *crowdfunding* che sono state classificate da un rapporto Massolution del 2012 e sono oltre il “*peer to peer lending*” e l’“*equity*” di cui parleremo meglio in seguito anche il “*donation*” e il “*reward*”. Il “*donation*” è un modello tipico di donazione, in cui il proponente la campagna di raccolta fondi riceve il denaro e, al massimo, offre - in cambio - ricompense simboliche. Diversamente, il “*reward*” è un tipo di *crowdfunding* in cui si riceve una ricompensa (ossia un prodotto o un servizio) sulla base dell'importo che si è investito nella campagna che si sostiene. Negli ultimi anni sono sorti nuovi modelli di *crowdfunding* – forse sarebbe meglio definirle nuove declinazioni dei modelli già esistenti – e si tratta: “*civic*”, “*corporate*” e “*do-it-yourself*”. Al “*civic*” si ricorre per il finanziamento di opere di vario genere e progetti di pubblica utilità da parte dei cittadini stessi. Il “*corporate*”, invece, è una tipologia di *crowdfunding* che, partendo dal concetto di CRS (Corporate Social Responsibility), può aiutare le aziende nella progettazione di prodotti/servizi, coinvolgendo direttamente i clienti in tale fase. Da ultimo, il “*do-it-yourself*” nel quale si realizza una campagna di *crowdfunding* all'interno del sito stesso dell'organizzazione che lancia tale campagna, senza dover passare su di un'altra piattaforma esterna. Per un'analisi più approfondita cfr. G. QUARANTA, *Il crowdfunding*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, 2017, p. 915 ss.; G. QUARANTA, *Crowdfunding: esame della disciplina e ruolo dei gestori dei portali per la raccolta dei fondi*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, 2017, p. 532 ss.; G. QUARANTA, *Crowdfunding. Il finanziamento della folla, o dei "folli"?*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, 2016, p. 221 ss.; AA. VV., *Diventare imprenditori innovativi, Le Guide di Corriere Imprese*, 2015, p. 205 ss. e I. PAIS, P. PERETTI, C. SPINELLI, *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, Egea, 2014, p. 10 ss.; v. ancora COMMISSIONE DI STUDIO UNGDCEC FINANZA – SOTTOGRUPPO "START-UP E CROWDFUNDING" (a cura di), *Start-up innovative e i nuovi strumenti di sviluppo e crescita: il crowdfunding*, 2016, p. 34 ss.

Questo fenomeno prende il nome di disintermediazione finanziaria³ o, per alcuni, nuova intermediazione finanziaria⁴. Nell'intermediazione creditizia e finanziaria tradizionale⁵ l'intermediario, di solito la banca, provvede dapprima a raccogliere denaro presso il pubblico acquistandone la proprietà dello stesso per poi, attraverso una contrattazione in prima persona, concludere contratti di mutuo con dei soggetti che hanno bisogno di accedere al credito bancario.

Il rischio di insolvenza del soggetto finanziato è tutto a carico dell'intermediario stesso ed esisterà un contratto tra l'intermediario e l'investitore-risparmiatore, che nella prassi assume diverse tipologie contrattuali, tutte comunque atte a raccogliere fondi e risparmi tra il pubblico ed a trasferire la proprietà del denaro in favore della banca, facendo così nascere in favore del risparmiatore un diritto di credito verso

³ Cfr. Research Report on Financial Technologies (FinTech) della IOSCO, del febbraio 2017, nel quale si differenziano le piattaforme di P2P dalle altre "Financing Platforms", per essere quelle che disintermediano l'operatività bancaria e di prestito: "*peer-to-peer lending platforms intermediate or sell loans and disintermediate banks and lenders*" p. 8. Riferimenti al P2P si trovano nel documento del FSB del 27 giugno 2017 (*Financial Stability Implications from Fin Tech. Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention*), nel quale ci si riferisce al P2P lending come *Fin Tech credit* e lo si descrive così: «*Credit activity facilitated by electronic platforms whereby borrowers are matched directly with lenders. These entities are commonly referred to as "loan-based"* Such electronic platforms can facilitate a range of credit obligations, including secured and unsecured lending, and non-loan debt funding such as invoice financing. These terms are used in different contexts: loosely to describe all Fin Tech lending activity, or more narrowly to describe certain aspects of Fin Tech lending. "P2P lending" and "loan-based crowdfunding" are used in this report synonymously, as the main category of Fin Tech credit. "Marketplace lending" is a broader term, which includes lending financed to a greater extent from wholesale sources. Fin Tech credit is the broadest category, which includes both marketplace lending and non-loan obligations such as invoice trading.» p.34.

⁴ Cfr. G. PRESTI, *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2010, I, p. 208 ss.; E. RULLI, *Banche, non banche e social network: quale disciplina?*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 4, 2016, Supplemento n. 1, p. 301 ss.; F. BASSAN, M. RABITTI, *Dalla sharing, alla social verso la shadow economy: l'Europa in transizione*, in *Consumerism 2016*, "Dalla sharing alla social economy".

⁵ Per tutti in generale cfr. S. ALAGNA, *Contratti bancari di intermediazione creditizia. Aperture di credito – Finanziamenti*, Milano, 1984, *passim*; G.F. CAMPOBASSO, *I depositi bancari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988; G. FAUCEGLIA, *I contratti bancari*, in *Trattato di diritto commerciale*, Sez. III - Tomo 2, diretto da Vincenzo Buonocore; F. jr FERRARA., *Le banche e le operazioni di banca (Lezioni tenute nell'anno accademico 1939-40)*, ora in *Scritti Minori*, Vol. III, Milano, 1997; G. FERRI, voce *Deposito bancario*, in *Enc. dir.*, XII, Milano; A. FIORENTINO, *Dei contratti bancari*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna Roma, 1956; A. GALASSO, *Contratti di credito e titoli bancari*, Padova, 1971; F. GALGANO, *Diritto Privato*, Cedam; F. GAZZONI, *Manuale di diritto privato*, ESI; U. MAJELLO, *Custodia e deposito*, Napoli, 1958; F. MARTORANO, *I libretti di deposito*, in G. B. Portale (a cura di), *Le operazioni bancarie*.

l'intermediario, ed un altro distinto, anche sul piano temporale oltre che completamente autonomo, tra l'intermediario del credito e il soggetto finanziato in cui la banca mutua proprie risorse finanziarie al mutuo sorgendo in capo all'intermediario un diritto di credito nei confronti del soggetto che ha ottenuto il finanziamento.

Lo stesso sistema avviene, seppur più di rado, quando l'intermediario finanzia una società acquistando una quota del capitale sociale.

Diversamente, con l'avvento delle piattaforme *online* di *crowdfunding* e quindi attraverso l'utilizzo di *internet* colui che vuole investire i propri risparmi viene messo in contatto direttamente con il soggetto che desidera essere finanziato o che vuole capitalizzare la sua società cedendo partecipazioni sociali senza l'intervento dell'intermediario, almeno in modo diretto, nel contratto tra investitore e finanziato.

Pertanto, se nell'intermediazione tradizionale il finanziamento avviene attraverso la nascita di differenti rapporti obbligatori nei quali è sempre presente l'intermediario in prima persona senza far mai entrare in contatto l'investitore con il soggetto finanziato, nella nuova forma di intermediazione, invece, nasce un rapporto obbligatorio diretto tra il finanziato e il risparmiatore; l'intermediario finanziario non è in alcun modo responsabile dell'eventuale insolvenza del soggetto finanziato o comunque senza caricare su di sé alcun rischio⁶ derivante dal finanziamento⁷. Agevole è la constatazione di essere al cospetto di un fenomeno completamente nuovo tanto è vero che il legislatore ha dettato una regolamentazione analitica limitatamente al fenomeno in

⁶ La circostanza che non si assuma alcun rischio sul finanziamento sono ricollegabili all'azzardo morale che è visto con sfavore nel nostro ordinamento o comunque va regolamentato anche a seguito dell'ultima crisi finanziaria: sul punto cfr. S. ALVARO, G. SICILIANO, *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, in *Quaderni giuridici*, CONSOB, 2016.

⁷ Infatti, il gestore della piattaforma di *crowdfunding* guadagna unicamente con le commissioni, cioè una percentuale connessa alla conclusione del finanziamento.

equity, lasciando all'interprete l'onere di individuare per le altre tipologie le norme applicabili⁸.

Il presente lavoro mira a stabilire la disciplina giuridica applicabile al fenomeno del *social lending*, cioè quando il finanziamento avviene attraverso la concessione di un prestito attraverso la piattaforma *online*.

A tal fine, si proverà dapprima a classificare il fenomeno, cercando di individuare le fonti positive applicabili ad esso, identificando altresì gli interessi da tutelare, per poi ricostruire l'effettivo ruolo che ha l'intermediario in questa nuova forma di finanziamento, la sua reale incidenza nella formazione del regolamento contrattuale ed i profili di responsabilità dello stesso; infine, si tenterà di analizzare il procedimento di genesi del contratto di finanziamento, le sue possibili regole ed i plausibili rimedi in caso di violazioni di quest'ultime.

Nel fare questo l'obiettivo che si è inteso perseguire è consistito nel definire meglio il concetto di disintermediazione finanziaria, considerando non solo i rapporti tra singoli utenti quanto piuttosto l'attività svolta dalla piattaforma considerata nel suo insieme emergendo altresì dei punti in comune a tutti i contratti conclusi attraverso l'uso di piattaforma, qualsiasi tipologia essa sia.

L'incisività della piattaforma nella formazione della volontà negoziale è molto forte in tutte le forme di *crowdfunding*, come molti dei rimedi contrattuali individuati per i contratti connessi al *social lending* sono applicabili anche per i contratti, con le

⁸ Cfr. E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *Fin Tech. Introduzione profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (a cura di) M.T. Paracampo, Torino, p. 175, secondo cui la prudenza del legislatore nell'emanare una disciplina che si occupa di regolamentare il *social lending* deriva dalla paura di ostacolare lo sviluppo dello stesso nonché più in generale sul problema dell'opportunità di regolare: cfr. G. A. MANNE, J. D. WRIGHT, *Google and limits of Antitrust: the case against the antitrust case against Google*, in *Harvard Journal of Law & Public Policy*, vol. 34, n. 1, 2011, <https://ssrn.com/abstract=1577556> e E. CERVONE, *Strumenti di pagamento innovativi interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 4, 2016 - Supplemento n. 1, pp. 64-65.

dovute differenziazioni derivanti dalle peculiarità proprie del tipo di contratto, inerenti alle altre tipologie di *crowdfunding*⁹.

Questo, a parere di chi scrive, è molto importante poiché è vero che l'*equity crowdfunding* è dotato di una disciplina specifica, ma per quanto essa possa essere completa non potrà mai disciplinare in modo esaustivo tutti i possibili scenari del fenomeno, in assenza di un quadro di riferimento su cui collocarsi e rifugiarsi per quanto non disposto direttamente dalla legge¹⁰.

D'altronde, nessuna normativa può prevedere ogni scenario possibile legato al fenomeno che intende disciplinare, tutte si devono comunque ancorare, per quanto non previsto, ad una base normativa di riferimento che ha la funzione di completare e disciplinare tutte le sfaccettature del fenomeno; tuttavia nel caso specifico, essendo un fenomeno completamente nuovo, questo contesto generale di riferimento non è facilmente individuabile ed obbliga così l'interprete a crearlo.

In conclusione, il presente lavoro mira non solo ad immaginare una normativa di riferimento per il *social lending* e per i contratti conclusi in tale ambito, ma anche ad evidenziarne man mano un corpo di regole idonee ad un'applicazione generalizzata nell'ambito del nuovo fenomeno della disintermediazione.

⁹ Il riferimento maggiore è al contratto di sottoscrizione o acquisto di partecipazione sociale nell'ambito concluso attraverso la piattaforma *online* che, come si vedrà meglio in seguito, ha una natura giuridica differente dal contratto di prestito concluso nell'ambito dell'operazione di *social lending*.

¹⁰ Come, ad esempio, il problema dei rimedi contrattuali in caso di violazione della disciplina di riferimento.

CAPITOLO PRIMO

LA DISCIPLINA GIURIDICA (PROFILI GIURIDICI) DEL FENOMENO DELLA DISINTERMEDIAZIONE CREDITIZIA

Sommario: 1. Le modalità operative del *peer to peer lending* – 2. Assenza normativa *ad hoc* – 3. Disposizioni Banca d'Italia – 4. Inapplicabilità diretta della normativa sull'*equity crowdfunding* – 5. Istanze per una regolamentazione europea – 6. Il ricorso all'analogia per tutelare gli importanti interessi in gioco – 7. Altre normative applicabili al fenomeno del *social lending* ed ai contratti di finanziamento conclusi attraverso la piattaforma – 8. Il ruolo dell'autoregolamentazione e la centralità dell'operato del giudice

1. Le modalità operative del *peer to peer lending*

Le piattaforme¹¹ di *social lending* attraverso la creazione di un proprio sito *internet* riescono a mettere in contatto soggetti che vogliono prestare i propri risparmi chiamati “prestatori o *lenders* ” con soggetti che invece hanno la necessità di essere

¹¹ Attualmente in Italia le piattaforme P2P più importanti sono Smartika, Prestiamoci e, per i finanziamenti alle PMI, Borsa del credito.

finanziati, chiamati “prenditori o *borrowers*” senza l’intervento dell’intermediario¹², almeno nell’accezione tradizionale del termine.

Esistono, attualmente, diverse tipologie di *social lending* con differenti modalità operative¹³.

Se poniamo l’attenzione al soggetto che viene finanziato, da un lato troviamo piattaforme dedicate al finanziamento delle imprese¹⁴ e questa attività è chiamata “*peer to peer lending business*”, dall’altro invece troviamo piattaforme dedicate ad un cliente *retail*, cioè i prestiti erogati e da erogare sono rivolti a persone fisiche che agiscono per scopi estranei all’attività di impresa; quest’ultime sono le imprese di “*peer to peer lending consumer*”¹⁵.

Ultimamente si sono sviluppate anche altre tipologie di FinTech che possono essere ricomprese nella tipologia “*debt financing*”, come i finanziamenti a breve termine

¹² L’assenza di un intermediario nell’operazione comporta per coloro che richiedono il finanziamento una maggiore rapidità nella concessione del prestito (oltre, come meglio approfondito nell’Introduzione, una risposta concreta al fenomeno del *credit crunch*), mentre per coloro che prestano denaro riescono ad ottenere tassi d’interesse superiori alle forme tradizionali.

¹³ Complessivamente il *peer to peer lending* verso privati e imprese e l’*invoice trading* raggiungono un altro *record* trimestrale avendo erogato € 180 milioni nel terzo trimestre 2018, l’84,6% in più rispetto al medesimo trimestre dell’anno scorso. Lo rileva P2P Lending Italia, che monitora regolarmente le performance di 10 piattaforme italiane. Da quando tali modalità di finanziamento alternativo sono a disposizione in Italia, l’erogato complessivo raggiunge quasi il miliardo di euro (948 milioni).

¹⁴ In ambito europeo la più importante piattaforma di *peer to peer lending* per le PMI è “Funding Circle”.

¹⁵ Per una classificazione più dettagliata delle stesse si rinvia a U. FILOTTO (a cura di), *Peer to peer lending: mito o realtà*, Roma, 2016 nel quale si veda l’operatività dei principali *player* internazionali a pp. 27-50; inoltre cfr. A. MILNE, P. PARBOTEEAH, *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*, European Credit Research Institute, 2017; infine, si segnala il REPORT DEL 22 MAGGIO 2017 del Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Financial Stability Board (FSB): *FinTech Credit-Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications*, p.11 ss.

tramite sconto fatture (*invoice lending*)¹⁶ o la raccolta fondi da investitori qualificati o istituzionali realizzata mediante titoli di debito¹⁷.

Anche le modalità operative sono molteplici a seconda della piattaforma a cui si accede.

Teoricamente il modello di *social lending* dovrebbe prevedere solo la messa in contatto, attraverso la piattaforma *online*, di soggetti disposti a prestare denaro con altri soggetti disposti a ricevere finanziamenti, i quali stipulano tra loro un contratto di finanziamento senza l'intervento della piattaforma, la quale appunto sarebbe un semplice luogo ("*marketplace*") virtuale dove le domande di finanziamento e le offerte si incontrano.

In tal senso sembrerebbe convergere la scarsa normativa italiana¹⁸ e anche le normative nazionali degli altri Paesi Europei¹⁹.

16 Le piattaforme più importanti sono Workinvoice, non regolamentata, e Credimi, soggetto autorizzato ex art. 106 T.U.B.: cfr. i rispettivi siti *internet* (www.workinvoice.it/anticipo-fatture/ e <http://www.workinvoice.it/vedi-le-tue-fatture/faq/>; www.credimi.com/it/come-funziona/; www.credimi.com/it/faq/; www.credimi.com/it/credito-di-filiera e www.credimi.com/it/chi-puo-usarlo/). Cfr. anche L. ORLANDO, *L'anticipo fattura corre sul web*, in *Il Sole 24 ore*, 23 marzo 2017; Il Sole 24 Ore, *Le fatture all'asta in cerca di liquidità* (25 aprile 2017).

¹⁷ Un altro modello riconducibile all'*equity crowdfunding* oppure al *social lending* è il *real estate crowdfunding* in cui avviene una raccolta di capitali per investimenti immobiliari. In altre parole è l'applicazione pratica del *crowdfunding* al settore *real estate*. Si tratta, sostanzialmente, di «un sottoinsieme del *crowdinvesting* che permette a investitori, in cambio di una remunerazione del capitale, di partecipare al finanziamento di un progetto immobiliare in ambito residenziale o commerciale, tipicamente l'acquisto di un immobile perché sia messo a reddito, la ristrutturazione di una proprietà o lo sviluppo di un progetto *greenfield*».

Nella forma in cui lo stesso è riconducibile all'investimento immobiliare avviene sia in modalità *equity-based* sia attraverso un normale prestito bancario. Infatti il capitale da finanziarsi viene suddiviso in due componenti: *equity* e *debt*. L'*equity*, ossia l'acquisto di titoli di capitale proprio (azioni), pesa per il 65-70% dell'intero investimento e viene così ripartito: il 25-30% in capo all'imprenditore e il 40% disponibile per la 'folla' *online*. Il restante 30-35% dell'importo da raccogliere viene erogato da una banca (*debt*) sotto forma di prestito, il che consente di ridurre il rischio complessivo dell'operazione.

Quando, invece, il *real estate crowdfunding* ricorre al *social lending*, il meccanismo di funzionamento è pressoché identico a quello di tale forma di finanziamento collettivo. Per una visione generale e più specifica del fenomeno cfr. POLITECNICO DI MILANO, *3° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano – School of Management, 2018; V. FERRERO, *Real Estate, può essere il futuro «sicuro» del crowdfunding?*, in *Diario del Web*, 01/08/2017, oltre che i siti ufficiali di due piattaforme di *real estate crowdfunding*: Housers e Walliance. La definizione di *real estate crowdfunding* si riferisce a: F. GAMBARINI, *Crowdinvesting, che passione: in Italia raccolti 249 milioni di euro*, in *Corriere della Sera*, 17/07/2018.

In realtà, il ruolo svolto in concreto della piattaforma è molto più ampio e questo, come si vedrà di seguito, offre diversi spunti di riflessione all'interprete. Infatti, la piattaforma nella maggior parte dei casi fornisce servizi aggiuntivi non limitandosi pertanto ad essere un semplice “*marketplace*” virtuale nel quale si incontrano i prenditori ed i prestatori.

Uno dei servizi accessori più importante è quello connesso alla valutazione del merito creditizio; difatti le richieste di finanziamento, una volta presentate *online*, vengono prese in gestione dalla piattaforma ed è la stessa piattaforma, dopo aver valutato la documentazione fornita, sulla base dei dati precedentemente indicati dalla stessa²⁰, e dopo aver consultato le centrali dei rischi²¹ che suddivide i richiedenti in categorie di rischio o assegna un giudizio al singolo richiedente attraverso uno “*scoring*”²².

Più il *rating* del richiedente è basso, più alto è il rischio di insolvenza e, quindi, il tasso d'interesse corrisposto al prestatore sarà più alto essendo più rischioso l'investimento.

¹⁸ Come si vedrà meglio in seguito l'unica normativa che si occupa in modo diretto del fenomeno del *social lending* è il Provvedimento di Banca D'Italia recante Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche (novembre 2016).

¹⁹ Cfr. art. L548-1 del Code monétaire et financier francese (a seguito dell'ordinanza n. 2014-559 del 30 maggio 2014): «*L'intermédiation en financement participatif consiste à mettre en relation, au moyen d'un site internet, les porteurs d'un projet déterminé et les personnes finançant ce projet [...]*»; cfr. anche in Spagna, art. 46 della Ley de fomento de la financiación empresarial n. 5 del 28 aprile 2015; art. 36H del Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 per il Regno Unito; per il Portogallo, artt. 2 e 3 della Lei n. 102/2015 del 24 agosto 2015 Regime jurídico do financiamento colaborativo.

²⁰ Ogni piattaforma ha una differente metodologia che utilizza per procedere alla suddivisione in oggetto, ad esempio la piattaforma Borsa del Credito analizza anche i dati dei *social network*.

²¹ Con un “*modus operandi*” non differente quindi da quello che le banche tradizionali utilizzano nel valutare la concessione di un mutuo.

²² Tale giudizio, espresso tramite *scoring* o mediante la definizione di classi di rischio, viene spesso formulato dalla piattaforma sulla base di un algoritmo, che elabora le informazioni inserite dal soggetto che richiede il prestito; solo in alcuni casi, questo *scoring* viene validato dalla piattaforma con l'impiego di risorse umane.

I prestatori, pertanto, accedendo alla piattaforma possono scegliere il profilo di rischio e il rendimento atteso sulla base della suddivisione fatta dalla piattaforma. A dire il vero, nella maggior parte²³ dei casi in Italia le piattaforme fanno ricorso a sistemi automatici di diversificazione c.d. “*auto-bid*”, che consentono la suddivisione della somma messa a disposizione dai prestatori in piccole quote allocate tra numerose richieste in base ad algoritmi che tengono generalmente conto degli obiettivi di rendimento e propensione al rischio del prestatore, della categoria di rischio del richiedente nonché di altri fattori (durata, tasso di interesse, settore di attività).

Come si vedrà in seguito, si tratta di un profilo molto delicato perché potrebbe sembrare in contrasto con l’obbligo di effettuare trattative personalizzate tra il prestatore e il prestatore, causando non pochi problemi all’interprete e non solo.

Nella maggior parte dei casi il prestito concluso attraverso la piattaforma non è assistito da garanzie²⁴, tuttavia negli ultimi anni le piattaforme offrono sistemi²⁵ per

²³ Nel 2015 l’82% dei prestiti personali P2P europei e il 38% dei prestiti P2B sono stati erogati attraverso sistemi automatici (nel Regno Unito invece il 42% dei prestiti P2B).

²⁴ Né tantomeno ne risponde in alcun modo la piattaforma stessa circa l’insolvenza del debitore. Il modello “*un-secured model*” non è l’unico possibile, infatti nei mercati più maturi come quello inglese e non solo, i prestiti sono coperti da garanzie reali o personali, modello “*secured model*”: cfr. sul punto E.KIRBY e S. WORNER, *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, OICV-IOSCO Staff Working Paper 3/2014, p. 17 ss.

²⁵ Come per esempio la costituzione di fondi di protezione per crediti con insolvenze superiori ai 12 mesi e recupero infruttuoso, pur avendo cura di specificare che questo non costituisce “assicurazione o garanzia di copertura”: cfr. il Fondo “Smartika Lender Protection”. (bko.smartika.it/static/upload/reg/regolamento-smartika-lender-protection1.pdf), gennaio 2017 e clausole 2, 3 e 6 del Nuovo regolamento “Smartika Lender Protection”, (www.smartika.it/static/upload/reg/regolamento-smartika-lender-protection-v.2-2016.pdf), marzo 2017; Borsa del Credito Protezione Prestatore (contribuzioni a carico dei richiedenti, Regolamento “Borsadelcredito.it protezione prestatore”, www.borsadelcredito.it/Documents/P2P_Protezione_Prestatore.pdf?data=29-03-17, marzo 2017); Servizio accessorio di garanzia Soisy (a carico dei prestatori e volontario ma obbligatoria in caso di investimenti complessivi pari o inferiori a € 1.000: Condizioni del Servizio Accessorio di Garanzia Soisy, www.soisy.it/pdf/Garanzia_Soisy.pdf, marzo 2017).

coprire le perdite in caso d'insolvenza dei prenditori fino ad arrivare a garantire agli investitori un rendimento certo²⁶.

In generale, però, ogni piattaforma risponde al rischio derivante dall'insolvenza del debitore differenziando il più possibile il rischio emittente offrendo la somma prestata da un singolo soggetto non ad un singolo richiedente, ma frazionando l'importo e suddividendo la somma tra una pluralità di prenditori diversi; per tale via, il denaro prestato ad un singolo richiedente è minimo e di conseguenza il rischio di perdere il capitale a seguito dell'insolvenza di quest'ultimo è mitigato.

Le imprese di *social lending* svolgono anche altri servizi accessori connessi al finanziamento come quello di gestione delle sofferenze e l'eventuale recupero dei crediti, ma l'offerta di detti servizi aggiuntivi non ha una grande rilevanza sul piano della classificazione giuridica del fenomeno e della conseguenziale disciplina giuridica applicabile; effettivamente, la gestione di queste ultime attività avviene sulla base di un semplice mandato con procura rilasciato dagli utenti.

Possiamo individuare due modelli di *business* principali²⁷ per il *social lending*: il modello diretto e quello diffuso.

Le due tipologie si differenziano a seconda del fatto che gli investitori decidano, rispettivamente, in modo diretto e autonomo dove allocare le proprie risorse (modello diretto) ovvero indirettamente per il tramite della piattaforma (modello diffuso).

Pertanto, nel “modello diretto” i finanziatori possono scegliere singolarmente i prestiti da concedere; in questo caso, la scelta è nella maggior parte dei casi comunque

²⁶ Il cosiddetto “*guaranteed-return model*”: sul punto cfr. E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 2015, 21, 3, 521, in particolare pp. 529-530.

²⁷ POLITECNICO DI MILANO, *2° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano - School of Management, 2017, p. 39 ss.

basata sulle informazioni e sulle valutazioni compiute dalla piattaforma: anche in questo modello di business il gestore della piattaforma ha un importante ruolo.

Se, invece, la piattaforma adotta il “modello diffuso”, il prestatore individua la classe di rischio/rendimento a cui desidera aderire, ma non sceglie quale soggetto finanziare.

Sarà direttamente il gestore del portale, all'interno di progetti ritenuti meritevoli²⁸ e sulla base del rapporto rischio-rendimento desiderato ed indicato in precedenza dal prestatore, a scegliere quale prenditore finanziare²⁹.

2. Assenza di una normativa specifica

Se per il fenomeno dell'*equity-based crowdfunding*, come accennato nell'Introduzione, il legislatore ha emanato una specifica normativa³⁰, per nessuno dei

²⁸ Per quanto riguarda la selezione dei progetti meritevoli, la procedura consiste nell'analisi da parte del gestore del portale di *social lending* delle richieste di prestito pervenute sulla base sia di criteri *standard* sia, oltre alla consultazione delle banche dati delle centrali rischi e di altri provider (come Cerved, Agenzia delle Entrate, IVASS), attraverso l'utilizzo di *big data* relativamente «ai pagamenti passati, alle movimentazioni delle carte di credito e ad ogni altro elemento ritenuto utile per prevedere la solvibilità. Non è neppure insolita, come già visto in precedenza, la raccolta di informazioni dai *social network*. Alla fine di questo processo viene formulata una proposta ai richiedenti rispetto al tasso di interesse previsto (TAN, tasso annuo nominale, e TAEG, tasso annuo effettivo globale), che comprende la *remunerazione netta per il prestatore, più un margine per la piattaforma e un secondo eventuale margine che va a finanziare un eventuale fondo di sicurezza a tutela dei crediti non rimborsati*. Nel caso in cui tale offerta venga accettata il prestito viene erogato in poco tempo, dal momento che il portale dispone già del denaro raccolto dagli investitori. Cfr. sul punto POLITECNICO DI MILANO, 2° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano - School of Management, 2017, cit., p. 40.

²⁹ POLITECNICO DI MILANO, 2° *Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano - School of Management, 2017, cit., p. 39 ss

³⁰ In particolare esiste, infatti, una normativa organica *ad hoc*, solo per la regolamentazione del fenomeno dell'*equity crowdfunding*, introdotta «in deroga alla disciplina sulle offerte pubbliche di sottoscrizione, dal D. L. n. 179 del 18 ottobre 2012 («Decreto Crescita 2.0») che, inizialmente, apriva il ricorso al finanziamento tramite *crowdfunding* solo alle imprese con la qualifica di “*start-up innovative*”. Successivamente, il D. L. n. 3 del 24 gennaio 2015 («Decreto Investment Impact») ha consentito l'accesso al *crowdfunding* **anche** alle aziende qualificate come “PMI innovative”, oltre a dare la possibilità anche ad organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e alle società che **investono prevalentemente in start-up/PMI innovative** di collocare *online* - tramite, appunto, *l'equity crowdfunding* - i propri capitali. Ad oggi, inoltre, le norme in vigore prevedono il ricorso al *crowdfunding* solo per finanziamenti in capitale proprio per le aziende, mentre resta esclusa la possibilità di emissione di titoli di debito o titoli ibridi. Più di recente, la Legge di Bilancio 2017 del Senato, all'art. 1, comma 70, ha

modelli facenti parte il “*debt financing*” esiste una normativa *ad hoc* e, pertanto, per individuare delle regole applicabili bisogna far riferimento alla regolamentazione già esistente per modalità di finanziamento simili.

In realtà il *social lending* è stato recentemente, anche se solo in minima parte, regolamentato all'interno delle nuove disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche³¹, ma detta normativa non solo non definisce il fenomeno, ma si pone in contrasto con l'effettiva attività svolta dalla piattaforma nella maggior parte dei casi.

Le prime forme del fenomeno in Italia si sono avute relativamente presto rispetto al fenomeno mondiale, infatti, già nel 2009, due operatori di *social lending* erano presenti nel nostro paese.

In quegli anni, in assenza di una disciplina di riferimento, dette imprese operarono, per un breve periodo, regolarmente iscritte all'albo generale degli

concesso la quotazione tramite portali di *crowdfunding* anche alle PMI, non innovative, ma costituite nella forma di società per azioni (S.p.A.). Infine il Decreto Legge n. 50 del 24 aprile 2017 («Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo») ha, definitivamente, esteso la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* a tutte le PMI. Tale novità è stata introdotta, in particolar modo, dal primo comma dell'art. 57 sull'Attrazione per gli investimenti del suddetto Decreto. L'effettiva entrata in vigore del provvedimento è avvenuta a gennaio 2018 con l'introduzione del nuovo Regolamento Consob sull'*equity crowdfunding*, approvato con delibera 29 novembre 2017 n. 20204 del 5 dicembre 2017.

Questo nuovo indirizzo scelto dal Governo dovrebbe, quindi, allargare notevolmente la platea di società autorizzate a finanziarsi tramite lo strumento dell'*equity crowdfunding* dal momento **che** buona parte del tessuto imprenditoriale italiano è costituito, per l'appunto, da piccole e medie imprese nella forma di **S.r.l.** Per un approfondimento sul tema si veda: AA. VV., *Diventare imprenditori innovativi*, Le Guide di Corriere Imprese, 2015, p. 205 ss.; AA. VV., *Diventare imprenditori innovativi*, Le Guide di Corriere Imprese, 2015, cit., p. 207; R. DE LUCA, *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, p. 12 ss., nonché I. PAIS, P. PERETTI, C. SPINELLI, *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, cit. e CONSOB-CNDCEC, *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, Position Papers, n. 6, 2016. Più in generale si rinvia a P. ALOVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commentata*, 2014.

³¹ Il 9 novembre 2016 la Banca d'Italia ha pubblicato il provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche (il “Provvedimento”) che aggiorna la disciplina attuativa dell'art. 11 T.U.B. e della deliberazione del CICR del 19 luglio 2005, finalizzata, secondo quanto sottolineato dalla stessa Banca d'Italia a “*rafforzare la tutela dei risparmiatori che prestano fondi a soggetti diversi dalle banche*”.

intermediari finanziari, fin quando Banca d'Italia bloccò le attività con la pubblicazione di un provvedimento di sospensione.

L'Istituto di Vigilanza argomentò la violazione da parte dell'impresa di *peer to peer lending* delle norme del Testo Unico Bancario (T.U.B.) in materia di raccolta del risparmio presso il pubblico, sostenendo che gli operatori di *peer to peer lending*, una volta ricevute le somme dagli investitori, non avrebbero provveduto alla collocazione di tali somme in appositi conti separati da quelli della società stessa, acquistandone in tal modo la proprietà e titolarità e ponendosi, perciò, nelle stesse condizioni di un Istituto di Credito nei confronti di un comune depositante.

Nello specifico, le società di *social lending* avrebbero violato l'art.10 del T.U.B., che riserva l'esercizio dell'attività bancaria in via esclusiva alle banche, nonché l'art.11 del T.U.B., in cui viene definita l'attività di raccolta, che è coperta da espressa riserva di legge ed è esclusa dall'ambito di operatività degli intermediari finanziari, iscritti nell'albo di cui all'art. 106 del T.U.B.

Così le due imprese operanti furono cancellate dall'elenco generale degli intermediari finanziari *ex art. 106 del T.U.B.* e di fatto fu bloccato lo sviluppo di questo fenomeno, non essendo stato possibile trovare forme lecite nell'ordinamento entro le quali fare rientrare gli operatori di *social lending*.

Il recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva n. 2007/64/EC Payment Service Directive (PSD), avvenuto mediante il D.Lgs. n.11 del 2010, ha introdotto una fattispecie normativa nuova entro la quale è stato possibile collocare le imprese di *social lending* e permettere a quest'ultime di operare nella legalità.

In ragione della portata innovatrice dei principi in essa contenuti, la Direttiva ha quindi spinto la creazione nelle rispettive legislazioni di ciascun Paese di una nuova

categoria di operatori, anche provenienti da settori non finanziari, specializzati nell'esecuzione di determinati pagamenti sotto forma elettronica.

Precisamente all'art. 33 ha disposto la formulazione, all'interno del T.U.B., di un Titolo inedito, *V-ter*, collocato nella cornice normativa regolata dal Titolo V e relativa ai soggetti operanti nel settore finanziario.

Il Titolo *V-ter* risponde proprio all'esigenza di disciplinare l'accesso al mercato dei nuovi prestatori di servizi di pagamento.

Per prestazione di servizio di pagamento, nozione rinvenibile all'art. 1, comma 1, lettera b) del Decreto, viene intesa l'attività che rende possibile il deposito di contante su un conto di pagamento, nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento (rimesse di denaro, incasso e trasferimento fondi), l'esecuzione di ordini di pagamento e l'emissione e/o acquisizione di strumenti di pagamento.

Il Decreto quindi ha provveduto, attraverso il nuovo Titolo *V-ter* del T.U.B., a disciplinare anche l'unico soggetto che ancora non godeva di inquadramento giuridico nel nostro ordinamento.

Così sfruttando la nuova normativa le sopra elencate operazioni di trasferimento di denaro, che devono avvenire in esecuzione del contratto di prestito tra i due soggetti attraverso la piattaforma, possono farsi attraverso un conto di pagamento, vale a dire un conto di pagamento intestato a nome di uno o più utenti utilizzato per l'esecuzione delle operazioni di trasmissione dei fondi, configurando, quindi, l'impresa di *social lending* come un Istituto di Pagamento³².

³² Sugli Istituti di Pagamento cfr. V. SANTORO, *I conti di pagamento degli Istituti di pagamento*, in *Giur. Comm.*, 2008, I, p. 855 ss.; ID., *Gli Istituti di pagamento, in Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, a cura di M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO, A. SCIARRONE ALIBRANDI, O. TROIANO, Milano, 2009, p. 49 ss.; M. CLARICH, *L'armonizzazione europea dei servizi di pagamento. L'attuazione della direttiva 2007/64/CE*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010, p. 459 ss.

Pertanto, sulla base di questi nuovi presupposti normativi, si è potuto autorizzare l'operatività di soggetti esercenti attività di *peer-to-peer lending*, riconducendoli alla disciplina degli Istituti di Pagamento³³ e, più nello specifico, a quanto previsto dal comma 4 dell'art. 114-*novies* del T.U.B., senza violare alcuna norma imperativa e senza dunque rischiare di incorrere per i gestori di piattaforme nei reati di abusivismo bancario³⁴.

L'obbligo imposto dalla normativa sugli Istituti di Pagamento di detenere i fondi ricevuti esclusivamente per prestare un servizio di pagamento, insieme con la necessità di costituire un patrimonio distinto, cosicché le somme di denaro del singolo cliente restino patrimonio separato rispetto al patrimonio dell'intermediario e rispetto al patrimonio di qualsiasi altro utente, sono apparse sufficienti alle Autorità competenti³⁵ per svolgere quindi l'attività di *social lending* rimanendo fuori dal perimetro riservato alle banche.³⁶

Attualmente, esistono operatori di *social lending* autorizzati direttamente da Banca d'Italia³⁷.

Con il passare del tempo si è inquadrato meglio il ruolo della piattaforma e la dottrina³⁸, come meglio si vedrà, si è interrogata su quale fosse la veste giuridica più

³³ Qualifica che come si vedrà in seguito era stata ritenuta sufficiente per operare come impresa di *social lending* anche dalle Istituzioni Europee.

³⁴ Per quanto riguarda i confini tra l'attività di *social lending* e l'attività bancaria, cfr., prima dell'intervento di Banca d'Italia, E. MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer to peer lending*, cit., p. 301 ss.

³⁵ Anche secondo l'Autorità europea l'attività dei gestori di piattaforme di *social lending* può ritenersi sufficientemente regolata qualora questi ultimi assumano la forma, e dunque si sottopongano alla disciplina degli "Istituti di pagamento". Cfr. *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding* del 26 febbraio 2015.

³⁶ Questo principio di separazione patrimoniale è importante anche se il gestore della piattaforma, cioè per l'Istituto di Pagamento, dovesse subire una procedura concorsuale; anche se sul punto attenta dottrina ha da tempo sollevato diverse profili problematici: cfr. V. SANTORO, *I conti di pagamento degli istituti di pagamento*, cit., pp. 871-872.

³⁷ In tal senso cfr. G.B. DONATO, *Regolamentazione del peer-to-peer lending in Italia*, in www.dirittobancario.it.

appropriata per l'impresa di *social lending* e quale fosse l'eventuale autorizzazione per operare sul mercato³⁹.

Questo per quanto riguarda l'inquadramento giuridico dell'impresa di *social lending*, mentre la fonte del rapporto obbligatorio tra il prestatore e il richiedente è un contratto di mutuo tra privati, regolato dagli artt. 1813 ss. c.c., se parliamo del *social lending* nella sua variante tradizionale, mentre nel caso dell'*invoice lending* il contratto di riferimento è la cessione dei crediti, la cui disciplina si trova negli artt. 1260 ss. c.c.⁴⁰.

È, quindi, possibile configurare la conclusione di un prestito attraverso piattaforme di *social lending*, come la formulazione di una fattispecie contrattuale complessa, composta da un contratto di mutuo tra prenditore e investitore ed un contratto di servizi di pagamento, che l'impresa stipula con entrambi i partecipanti all'operazione di finanziamento; il tutto legato, ovviamente, da un collegamento negoziale.

Questa ricostruzione trova pieno riscontro nelle Disposizioni di Banca D'Italia, le quali in un'analisi superficiale tendono verso la marginalizzazione del ruolo della piattaforma e la centralizzazione della personalizzazione della trattative tra prenditore e prestatore.

³⁸ Cfr. G. BIFERALI, *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2017, p. 443 ss., nonché più in generale cfr. E. MACCHIAVELLO, *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer to peer lending*, in *Banca Impresa e società*, 2, 2013, p. 277 ss.; ID., *Peer to peer lending ed informazione: la tutela dell'utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, p. 221 ss.; V. MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di F. Capriglione, Milano, 2013, p. 389 ss.

³⁹ In realtà come sempre si dirà meglio in seguito alcuni gestori di piattaforme di *social lending* presenti sul mercato italiano hanno scelto di assumere la forma di intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'art. 106 T.U.B.

⁴⁰ Nella sostanza si tratta di un accordo tramite cui un soggetto, detto cedente, trasferisce a un altro (cessionario) il suo credito verso un debitore (ceduto). La cessione del credito può essere o pro-soluto – il cedente non garantisce al cessionario l'eventuale inadempienza (solvibilità) del debitore, ma si limita unicamente a garantire la validità e l'esistenza del credito – o pro-solvendo – in caso di insolvenza del debitore, il cedente ne deve rispondere al cessionario –. Al di fuori del *crowdfunding*, detta operazione è solitamente realizzata dalle società di *factoring*, quindi anche a tale istituto bisogna guardare in caso di *invoice lending* per individuare una normativa di riferimento.

Ma è ovvio che detta ricostruzione giuridica del fenomeno, seppur corretta, è riduttiva non tenendo conto che l'operazione di finanziamento attraverso la piattaforma è un'operazione ben più complessa con importanti interessi in gioco nella quale la piattaforma ha un ruolo ben più ampio del semplice servizio di pagamento.

D'altronde, non è difficile intuire che la veste di Istituto di Pagamento non rispecchia minimamente le attività poste in essere dalla piattaforma e non è altro che un modo per non incorrere nel divieto di esercizio abusivo dell'attività bancaria lasciando così libere di operare le imprese di social lending presenti sul mercato.

Infatti, la normativa da poco oggetto di modifica⁴¹ riguardante i servizi di pagamento è stata pensata dal legislatore europeo per un fenomeno che ha delle esigenze profondamente diverse⁴² rispetto al *social lending* e non può, quindi, rispondere realmente alle esigenze di tutela dell'utente che accede alla piattaforma di *social lending*.

È vero che per i servizi di pagamento obblighi di trasparenza delle condizioni contrattuali e di correttezza sono previsti dalla normativa di riferimento⁴³, ma

⁴¹Il 25 novembre 2015 il Parlamento Europeo e il Consiglio europeo hanno emanato la nuova Direttiva sui Servizi di Pagamento elettronici, UE 2015/2366, ovvero la PSD2. Il 23 dicembre 2015 la direttiva è stata pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea ed è successivamente entrata in vigore il 12 gennaio 2016. Da questa data, gli Stati Membri avranno due anni per introdurre i necessari cambiamenti nelle loro leggi nazionali, per adeguarsi alle nuove regole. La PSD2 aggiorna e integra le regole dell'Unione europea istituite con la Payment Service Directive 2007/64/EU, abrogandola e sostituendola a partire dal 13 gennaio 2018. Fino ad allora, le regole esistenti dovranno essere interpretate coerentemente con la PSD2. Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 10 del 13 gennaio 2018 il decreto legislativo 15 dicembre 2017, n. 218 di recepimento della direttiva (UE) 2015/2366 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la direttiva 2007/64/CE, nonché adeguamento delle disposizioni interne al regolamento (UE) n. 751/2015 relativo alle commissioni interbancarie sulle operazioni di pagamento basate su carta. Il decreto è entrato in vigore a partire dal 13 gennaio 2018.

⁴² Detta normativa è incentrata a proteggere il denaro dei clienti e la continuità dei sistemi di pagamento, non certo la concessione di finanziamenti. Sul punto cfr. E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, pp. 266-267.

⁴³ Alle regole sulla trasparenza delle "condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti" di servizi di pagamento è dedicato il Capo II-bis del Titolo VI del T.U.B. introdotto con il D.Lgs. 27 gennaio 2010, n. 11, più volte modificato, in attuazione del Titolo III della Direttiva 2007/64/CE: M. ONZA, *La*

certamente queste ultime devono essere interpretate nel senso di operare in relazione alle funzioni tipiche dell'Istituto di pagamento, cioè detti obblighi operano ai sensi della normativa sopra richiamata solo in relazione alle attività proprie dei servizi di pagamento non potendo in virtù di dette norme pretendere una trasparenza o obblighi di condotta inerenti agli altri aspetti del *social lending*.

In altre parole, l'obbligo di trasparenza delle condizioni contrattuali opera senz'alcun dubbio per il contratto di servizio di pagamento offerto dalla piattaforma e quindi per esempio sul costo dello stesso o sulle modalità concrete attraverso le quali si effettuerà il pagamento, ma non riguarda minimamente le condizioni contrattuali del contratto di finanziamento, i diritti connessi allo stesso e tutte le altre circostanze connesse al prestito tra i privati.

Pertanto, poiché a differenza dell'*equity crowdfunding* per il *social lending* non esiste una disciplina organica di riferimento, e poiché la ricostruzione appena fatta risulta non appropriata né sufficiente per le esigenze e le modalità operative del fenomeno, è compito dell'interprete ricostruirlo applicando analogicamente discipline simili, tenendo conto per quanto possibile delle Disposizioni di Banca D'Italia.

3. Disposizioni di Banca d'Italia in materia di raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche

Con l'emanazione delle Disposizioni in commento l'Autorità ha eliminato ogni dubbio circa la possibilità per le imprese di *social lending* di operare *online*, autorizzando di fatto il fenomeno e facendo così entrare per la prima volta il termine "*social lending*" nella terminologia giuridica italiana.

«trasparenza» dei «servizi di pagamento» in Italia (un itinerario conoscitivo), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 577 ss.

Dette Disposizioni chiariscono i confini entro i quali l'attività di *social lending* può essere svolta senza violare la disciplina relativa alla riserva di attività di raccolta del risparmio tra il pubblico⁴⁴, ma non si preoccupano né di definire il fenomeno né di prevedere una normativa idonea a tutelare gli importanti interessi in gioco.

Centrale nelle disposizioni di Banca d'Italia è il concetto di trattativa personalizzata poiché le somme che i prenditori ricevono attraverso la piattaforma non costituiscono raccolta di risparmio tra il pubblico solo se i contratti sono conclusi sulla base di trattative personalizzate con i finanziatori (si devono, pertanto, considerare come una raccolta privata).

Quindi, ai sensi delle nuove Disposizioni, la linea di confine tra attività lecita di *peer to peer lending* e attività illecita di esercizio abusivo per la raccolta del risparmio tra il pubblico è l'effettività della personalizzazione delle trattative tra i prenditori e i finanziatori; alla luce di ciò è fondamentale definire il concetto di trattativa personalizzata.

⁴⁴Si riporta il testo delle Disposizioni in commento: «per quanto riguarda i gestori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: - la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento dai gestori medesimi, se autorizzati a operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del T.U.B. autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies*, comma 4, del T.U.B.; - la ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori a tal fine autorizzati.

Per quanto riguarda, invece, i prenditori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: l'acquisizione di fondi effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. Al riguardo, avute presenti le modalità operative tipiche delle piattaforme di *social lending*, le trattative possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto. Per non incorrere nell'esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori si avvalgono esclusivamente di piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e sono in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione anche attraverso un'adeguata informativa pubblica. - l'acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale.

La definizione di un limite massimo, di contenuto importo, all'acquisizione di fondi tramite portale *on line* di *social lending* da parte dei prenditori è coerente con la *ratio* sottesa alle presenti Disposizioni, volta a impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori. Sono comunque precluse ai gestori e ai prenditori la raccolta di fondi a vista e ogni altra forma di raccolta collegata all'emissione o alla gestione di mezzi di pagamento a spendibilità generalizzata. Restano ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano attività di *social lending* attraverso portali *on-line*».

Secondo la prima dottrina che si è occupata del tema⁴⁵ le trattative possono essere considerate personalizzate quando i prenditori ed i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del regolamento contrattuale stipulato tra loro, ed il gestore del portale si limita semplicemente ad una attività di supporto e di consulenza nella formazione del contratto.

E' lo stesso testo normativo che riporta come esempio lecito il fatto che il gestore della piattaforma predisponga il testo base del contratto, punto di partenza per le trattative che poi devono essere svolte personalmente dai contraenti per non incorrere nell'esercizio abusivo della raccolta di risparmio tra il pubblico.

In altre parole, è la stessa Disposizione in commento che ammette la possibilità per il gestore di fornire ai contraenti un regolamento contrattuale standard di partenza, ma deve appunto essere solo un punto di partenza utile ai prenditori ed ai prestatori per poi svolgere personalmente la trattativa.

Le Disposizioni in commento ammettono poi la possibilità di svolgere le trattative tra imprenditori e finanziatori avvalendosi di strumenti informatici⁴⁶ forniti dal gestore rimanendo pur sempre nella categoria delle trattative personalizzate, quindi senza incorrere nel divieto. Per strumenti informatici sicuramente si deve intendere la tecnologia che la piattaforma mette a disposizione *online*; qualche dubbio, come si vedrà in seguito, è legato all'utilizzo della tecnologia dei *big data* al fine di classificare il merito creditizio del richiedente.

Inoltre, le Disposizioni in commento – oltre a definire appunto il fenomeno ed i confini con l'attività bancaria – stabiliscono che l'acquisizione massima di fondi tramite piattaforma di *social lending* debba essere di contenuto importo.

⁴⁵ Sul punto cfr. E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., p. 174 ss.

⁴⁶ Come visto prima i più diffusi sono i *big data* per la suddivisione dei prenditori.

Secondo la dottrina citata⁴⁷, il problema sulla quantificazione di limite massimo all'acquisizione di fonti è stato semplicemente aggirato, ma non risolto da Banca d'Italia.

Utilizzando l'espressione "di contenuto importo", in effetti, l'Autorità Di Vigilanza non ha quantificato detto limite lasciando al gestore della piattaforma il compito di definirlo.

Una siffatta opzione può giustificarsi alla luce del fatto che l'autorità di regolazione non avrebbe il potere di quantificare questo aspetto seppur era necessario comunque definire la raccolta nel complesso "limitata" per impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per un rilevante ammontare presso un numero indeterminato di risparmiatori.

Detta carenza di legittimazione, paventata sul punto dall'Autorità, sembra – a parere di chi scrive – non del tutto esatta; appare più probabile invece che il comportamento del Regolatore sia stato spinto da una profonda incertezza sul fenomeno e sulle dimensioni di un suo possibile sviluppo⁴⁸.

Le Disposizioni emanate dall'Autorità, nonostante come si dirà tra poco necessitino di un coordinamento ad opera dell'interprete con la realtà fattuale del fenomeno⁴⁹, non sono affatto esaustive lasciando così all'interprete l'onere di ricostruire il fenomeno applicando in via analogica le normative presenti negli altri settori a tutela di interessi simili.

⁴⁷ Sul punto cfr. E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., p. 175 ss.

⁴⁸ Per un approfondimento generale sul punto si veda J. FINGLETONE, D. STALLIBRASS, *Imprese peer to peer, regolamentazione e concorrenza*, in *Mercato concorrenza regole*, n. 3/2015, p.405 ss.

⁴⁹ Per non arrivare all'estrema conseguenza di dover considerare la maggior parte delle piattaforme operanti illegali perché operanti in barba al divieto.

Se da un lato la normativa in commento “tipizza” l’operazione economica⁵⁰ del *social lending*, dall’altro non detta alcuna regola volta a disciplinare i rapporti tra i soggetti coinvolti o il ruolo e le condotte che devono avere i gestori dei portali.

A differenza di quello che è invece accaduto con l’*equity crowdfunding*, il legislatore non si è preoccupato nel caso di *social lending* di emanare un quadro normativo che regolasse il fenomeno, ma appunto si è solo limitato a delineare l’ambito di legalità, pretermettendo le piattaforme di *social lending* e gli utenti coinvolti nelle stesse. Del resto, agevole è l’osservazione che le istanze di tutela non paiono dissimili rispetto a quelle che s’intende tutelare nel caso degli utenti che investono in *equity* attraverso i portali *online*⁵¹.

4. Inapplicabilità diretta della normativa sull’*equity crowdfunding*

L’assenza o meglio la forte incompletezza di una disciplina specifica sul *social lending* può portare l’interprete a guardare alla normativa dettata dal legislatore in tema di *equity crowdfunding*.

Infatti, alcuni autori⁵² hanno individuato diversi tratti di vicinanza tra l’*equity crowdfunding* e il *social lending*, ritenendo, in tal modo, applicabile seppur con le opportune differenziazioni la normativa sull’*equity crowdfunding* anche al *social lending*. Tuttavia, il funzionamento dell’*equity crowdfunding* presenta in concreto delle modalità operative totalmente diverse rispetto a quello del *social lending*.

⁵⁰ Superando pertanto il semplice collegamento negoziale.

⁵¹ Più in generale sul punto cfr. E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell’utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, cit.

⁵² Cfr., tra gli altri, E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 63 ss.

Le dovute differenziazioni, suggerite dalla sopracitata dottrina, sono talmente tante che rendono non applicabile la normativa sull'*equity crowdfunding* mancando i presupposti per un'applicazione diretta, non essendo presenti modalità operative simili tra i due fenomeni che porterebbero ad applicare gli schemi dettati dalla legislazione sull'*equity crowdfunding*⁵³. Ed anche a voler guardare a quest'ultima come una normativa di riferimento applicando gli schemi dell'interpretazione estensiva, quest'operazione ermeneutica non può che rivelarsi erronea.

Infatti, mancherebbe la medesima *ratio*⁵⁴ – elemento indispensabile per il ricorso all'interpretazione estensiva – essendo le istanze di tutela diverse: la natura giuridica⁵⁵ ed i problemi connessi ad un contratto di prestito sono completamente diversi da quelli di un contratto di sottoscrizione di capitale sociale di rischio.

Inoltre, come si cercherà di dimostrare nei paragrafi successivi, il problema reale di un'applicazione incondizionata delle normative esistenti a tutela delle istanze sia del prestatore che del creditore nel prestito tra pari deriva dall'assoluta unicità della contrattualistica posta in essere nell'ambito del fenomeno del *social lending*, e quindi

⁵³Sull'*equity crowdfunding* cfr., in generale, U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia, Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; M. PINTO, *L'«equity based crowdfunding» in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita*, in *Le Società*, 2013, p. 818 ss.; V. SANTORO, E. TONELLI, *Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2014, p. 1 ss.; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I, p. 699 ss.; M. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, p.37 ss.; AA.VV., *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2014, www.crowdfuture.net, p.72 ss.; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 519 ss.; E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment based crowdfunding in Europa*, in *Banca, impresa e società*, 1, 2017, p. 283 ss.; F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, I, p. 237 ss.

⁵⁴ Cfr., tra gli altri, GIULIANI A., *Le disposizioni sulla legge in generale gli articoli da 1 a 15*, in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) P. Rescigno, Torino, 1999, p. 428 ss.

⁵⁵ Cfr. sulla natura giuridica e le tutele previste del contratto di mutuo: N. GRAZIANO (a cura di), *Il mutuo bancario*, Cedam, 2013; R. CAFARO, P. PAGLIARO, *Il contratto di mutuo*, Ipsoa ed., 2011; A. AGNESE, *Mutui e finanziamenti: le nuove garanzie*, Maggioli ed., 2013; F. CARINGELLA, *Contratti. Normativa e giurisprudenza ragionata*, Milano, 2008.

dal contrasto di interessi protetti, dall'assenza di un contraente debole prestabilito e quindi dalla necessità di un bilanciamento dei valori.

Nell'*equity crowdfunding* questo contrasto sembra essere più mitigato poiché mentre la posizione di investitore-risparmiatore è abbastanza simile in entrambe le tipologie, nel nostro ordinamento non è prevista una tutela particolare (né è troppo sentita una necessità in tal senso) dell'offerente di partecipazione sociale, equiparabile a chi ottiene un finanziamento⁵⁶. In altre parole, il sistema pare accordare un'eteronomia contrattuale⁵⁷ a tutela del soggetto finanziato attraverso un prestito e tale impostazione non può dirsi replicata per chi vuole cedere partecipazioni sociali per sviluppare un'idea imprenditoriale in cui l'autonomia negoziale rimane centrale⁵⁸.

In definitiva, la diversità dei rapporti tra singoli utenti porta a dover differenziare la disciplina a tutela degli stessi, ma sicuramente la disciplina dettata per l'*equity crowdfunding* rimane una chiave di lettura importante anche per il *social lending* se consideriamo l'attività svolta dalla piattaforma presa nel suo insieme e può comunque diventare fondamentale per l'interprete se si aderisce all'idea, come meglio spiegato in seguito, di intravedere dei lineamenti comuni a tutte le piattaforme del settore finanziario.

Dalla scelta di politica legislativa compiuta in ambito dell'*equity crowdfunding* dobbiamo notare come ci sia stata una procedimentalizzazione della manifestazione negoziale per aderire all'operazione d'investimento suddivisa temporaneamente in più momenti, ognuno dei quali scandito da una particolare e diversa istanza di tutela e da un

⁵⁶ Cfr. U. FILOTTO, S. COSMA, *Manuale del credito al consumo*, II ed., Egea ed., 2011.

⁵⁷ Cfr. G. CARRIERO, *Autonomia privata e disciplina del mercato: il credito al consumo*, in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) M. Bessone, Torino, 2007.

⁵⁸ O comunque le limitazioni ad essa coinvolgono profili differenti da quelli in discussione; sul punto cfr.: D. GIORDANO, *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, 2006; F. DI MARZIO, F. MACARIO (a cura di), *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, Milano, 2010.

particolare comportamento imposto ad un differente soggetto (obblighi di comportamento e di trasparenza gravano su offerenti, sui gestori e anche sugli stessi risparmiatori⁵⁹).

Questo non fa altro che confermare come la tutela dei contraenti, che si sono messi in contatto attraverso la piattaforma, deve passare da una suddivisione e procedimentalizzazione della volontà negoziale essendo presenti molteplici interessi da tutelare, ma soprattutto molteplici fattori che su di essa incidono.

Siamo pertanto di fronte, come vedremo, ad un fenomeno completamente nuovo e ad una nuova formazione della volontà negoziale che come tale impone all'interprete di pensare a ricostruzioni e categorie giuridiche insolite.

Sicuramente la legislazione in tema di *crowdfunding* costituisce una dimostrazione dell'importanza del ruolo del gestore nel procedimento negoziale⁶⁰ e della consequenziale esigenza di prevedere obblighi di condotta e informativi a suo carico, potendo estrapolare alcuni principi generali di riferimento per tutto il fenomeno della intermediazione finanziaria attraverso *internet* (obblighi di condotta, di informazione e assenza di conflitti d'interesse) utilizzabili come linee guida per tutti i nuovi intermediari-piattaforma, sia essi di *social lending* che di *equity*, una volta dimostrata l'unicità del *genus* "piattaforma"⁶¹.

In ogni caso, come anticipato nell'Introduzione, la normativa sull'*equity crowdfunding*, seppur possa annoverarsi tra quelle più complete ed avanzate del

⁵⁹ Così R. CARATOZZOLO: *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, in *FinTech. Introduzione profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari* a cura di M.T. Paracampo, 2017, p. 159.

⁶⁰ Infatti la disciplina sull'*equity crowdfunding* va in una direzione quasi opposta alle Disposizioni di Banca D'Italia che invece sembrerebbero marginalizzare il ruolo della piattaforma.

⁶¹ Come si vedrà infatti nel proseguo è possibile tratteggiare dei punti in comune per tutte le piattaforme sia esse operanti in *equity* sia in *lending* tali da poter parlare di *genus* piattaforma e classificando le varie tipologie come *species* caratterizzate ognuna dalle proprie peculiarità in termini di tutela e quindi di normativa applicabile.

Continente⁶², a causa dell'ampiezza e dell'innovatività del fenomeno necessita anch'essa di un quadro di riferimento per disciplinare il fenomeno. Un quadro di riferimento può essere comune con il *social lending* e quindi per tutte le piattaforme del settore finanziario, non potendo invece esserlo con le altre piattaforme non finanziarie

⁶² In Unione Europea, attualmente, solo 11 dei 28 Stati Membri hanno introdotto una regolamentazione specifica per il *crowdfunding*, si tratta di: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Italia, Lituania, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna.

Cinque di questi Paesi hanno strutturato la disciplina del *crowdfunding* introducendo delle speciali eccezioni all'impianto normativo esistente. L'Italia, assieme al Belgio, alla Francia, alla Germania e alla Spagna, è proprio una di quelle nazioni in cui la regolamentazione è stata plasmata mediante esenzioni. Al contrario, negli altri sei Stati che hanno introdotto provvedimenti *ad hoc* sono state adottate soluzioni differenti. In Olanda, Portogallo e Regno Unito la disciplina del *crowdfunding*, che viene applicata in aggiunta al quadro normativo esistente, è delegata alle autorità di supervisione e controllo dei relativi mercati finanziari che possono introdurre le misure amministrative che ritengono necessarie per il buon funzionamento del *finanziamento collettivo*. Invece, Austria, Finlandia e Lituania hanno introdotto uno specifico provvedimento in materia di *crowdfunding*: un cd. *Crowdfunding Act*. L'obiettivo è stato quello di creare uno scheletro normativo per il "*finanziamento dal basso*" delle PMI, per la gestione delle piattaforme e per l'introduzione di speciali esenzioni alla normativa vigente. In aggiunta agli esempi di questi 11 Paesi, anche altri Stati Membri stanno pianificando l'introduzione di una specifica regolamentazione del *crowdfunding*. Fra questi si annoverano: l'Irlanda, la Lettonia, la Romania e la Svezia. Al contrario, Paesi come la Slovacchia ed il Lussemburgo preferiscono attendere un *input* dall'Unione Europea sulla regolamentazione del '*finanziamento della folla*', piuttosto che procedere all'introduzione di una propria disciplina nazionale. Non mancano poi *nazioni europee dove il crowdfunding è ancora poco sviluppato*, si tratta, in particolare: della Croazia, di Cipro e dell'Ungheria. Le peculiarità della regolamentazione adottata dai Paesi che hanno introdotto una normativa specifica per il *crowdfunding* sono molto eterogenee. Ad esempio, in Italia è stato regolamentato solo l'*equity crowdfunding* e, in minima parte, il *social lending*. Al contrario, in Francia e in Belgio, la disciplina introdotta riguarda unicamente strumenti finanziari *equity-based* e *lending-based*. Sono per di più presenti significative differenze in termini di *threshold*, ossia in rapporto al capitale che può essere raccolto tramite il *crowdfunding*: 300 milioni di Euro in Belgio, 500 mila in Grecia, 1,5 milioni in Austria, 2,5 milioni in Francia, Germania, Olanda e Svezia e 5 milioni in Finlandia, Italia, Lituania e Regno Unito. Nella maggior parte degli Stati Membri in cui non è presente una regolamentazione specifica del *crowdfunding*, viene applicata la normativa in vigore per i mercati finanziari; *anche se non sempre le peculiarità del finanziamento collettivo permettono un efficace ed efficiente utilizzo dell'impianto regolatore esistente*. Questo, purtroppo, si sta traducendo in una crescente difficoltà nella diffusione del *cross-border crowdfunding*, ovvero del *crowdfunding* transfrontaliero, grazie al quale una piattaforma di uno Stato Membro dovrebbe poter raccogliere capitali da qualunque altra nazione dell'Unione Europea. Una risposta al problema potrà essere la Proposta di Regolamento europeo che introduce il concetto di "passaporto europeo" per le piattaforme di *crowdfunding*. Per contro, in Paesi come la Francia, l'Italia ed il Regno Unito, l'introduzione di una regolamentazione *ad hoc* per il *crowdfunding* ha consentito una significativa crescita esponenziale del fenomeno, quantomeno all'interno dei confini nazionali. Cfr. sul punto U. PIATTELLI, *Legal Frameworks in Europe for Crowdfunding Business. Presentation during Vilnius 6th ECN Crowdfunding Convention*, Osborne Clarke, 2017, nonché CROWDFUNDING CLOUD, *UE, quale il futuro della normativa europea del crowdfunding?*, (www.crowd-funding.cloud), 13/11/2017 ed EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, *EC Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*, ECN (www.eurocrowd.org), 02/11/2017.

poiché hanno funzioni diverse e coinvolgono, peraltro, interessi molto meno delicati⁶³ di quelli relativi al settore finanziario.

D'altronde, come si trova affermato in dottrina⁶⁴ e nei documenti dell'Unione Europea⁶⁵, è quasi impossibile dare una definizione unica di tutte le tipologie esistenti; è possibile individuare dei punti in comune nelle piattaforme operanti nello stesso settore economico.

5. Istanze per una regolamentazione europea

Il fenomeno in esame è stato oggetto anche di particolari attenzioni in ambito europeo.

In particolare, in un contesto più ampio di riflessione sul FinTech e sul *crowdfunding*⁶⁶ le Istituzioni Europee si sono interessate del fenomeno del *peer to peer lending* già a partire dal 2015. Segnatamente, l'EBA ha avviato delle consultazioni e degli studi sul fenomeno indicando alcuni possibili interventi normativi nell'ambito del *lending crowdfunding*: si evidenzia da un lato l'opportunità che i gestori dei portali siano autorizzati o iscritti in un registro presso le Autorità nazionali⁶⁷, dall'altro la necessità che sulle piattaforme siano chiariti ed esplicitati i rischi per gli utenti. Ancora,

⁶³ Cfr. A. CANEPA, *Il design della regolazione in un'economia uberizzata fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016.

⁶⁴ Cfr., tra gli altri, M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, cit.

⁶⁵ V. Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni.

⁶⁶ Un espresso riferimento al *peer to peer lending* si trova in due documenti prodotti dagli organismi europei ed internazionali; nel *Research report of Financial Technologies (Fintech)* della IOSCO, cit. e nel documento del FSB del giugno 2017 (*Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory in sues that Merity Authorities attention*).

⁶⁷ Nel Regno Unito, l'attività è soggetta ad autorizzazione della FCA per il *social lending*. Lo stesso avviene in Francia, dove esistono anche criteri per i prestatori di fondi e per i prenditori di fondi. In Germania e negli USA non esiste una normativa specifica sul *social lending*, ma la legislazione statunitense è differente a seconda dell'estensione dell'ambito geografico (federale o statale) e da esso dipende i requisiti d'accesso per svolgere l'attività.

appare opportuno che la piattaforma verifichi l'identità e i dati del prestatore di fondi e istituisca, al contempo, una forma di protezione per l'investitore da attivare in caso di mancato pagamento del debito⁶⁸.

Tuttavia, al momento non ancora esiste a livello europeo un impianto normativo specifico e uniforme sul *peer to peer lending*, anche se nella prospettiva di creare in Europa un polo mondiale per le tecnologie finanziarie, l'8 marzo 2018 la Commissione Europea ha presentato una proposta di regolamento europeo sul *investment based crowdfunding* sia per la categoria "*debt*" sia per quella "*equity*".

Al centro della proposta di regolamento si collocano i *crowdfunding service providers*, cioè gli enti giuridici che potranno in futuro operare tramite una piattaforma di *crowdfunding* in tutti i paesi dell'Unione Europea previa autorizzazione dell'ESMA.

Detta autorizzazione permetterà ai gestori della piattaforma di effettuare attività sia di *debt based crowdfunding* sia di *equity based crowdfunding*.

Pertanto, detta proposta di regolamento andrebbe ad affiancare la regolamentazione nazionale attualmente esistente relativa all'*equity crowdfunding*, mentre rispetto al *social lending* non essendo presente alcuna normativa nazionale italiana – se non la (scarna) disciplina dettata da Banca D'Italia – sarebbe un utilissimo strumento per regolamentare il fenomeno⁶⁹.

Nell'idea della Commissione Europea le attività rientranti nel concetto di *crowdfunding* sono a dir vero più ampie rispetto al solo prestito in denaro o nell'acquisto di partecipazioni societarie, ma andrebbero a riguardare qualsiasi altro

⁶⁸ Così C.M. SCHENA, A. TANDA, C. ARLOTTA, G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Quaderni FinTech, CONSOB, 2017, p. 30.

⁶⁹ Mentre come meglio visto sopra la maggior parte dei Paesi Europei hanno una disciplina più completa che regola il fenomeno del *social lending*.

valore mobiliare⁷⁰ ampliando così notevolmente gli oggetti negoziabili attraverso le piattaforme.

Detto regolamento sarà alternativo alla normativa nazionale e pertanto sarà data facoltà all'impresa di *crowdfunding* di scegliere se farsi autorizzare dall'ESMA, e quindi automaticamente sottostare al suddetto Regolamento Europeo, o se farsi autorizzare o continuare ad essere autorizzata dalle autorità competenti dei singoli Stati membro.

Le legislazioni domestiche non dovrebbero venire abrogate da detto regolamento⁷¹ e qualora l'impresa di *social lending* dovesse scegliere di fare l'”*opt-in*” e farsi autorizzare dall'ESMA, dovrà rinunciare all'autorizzazione domestica e conseguirà una sorta di “passaporto europeo” per operare in tutta l'Unione Europea.

Il procedimento di autorizzazione si baserà sulla presentazione del programma di attività con descrizione dei servizi, della *governance* e del controllo interno, delle misure per la continuità operativa e la prova dei requisiti di onorabilità⁷². L'Autorità Europea disporrà inoltre di poteri di vigilanza per controlli, indagini ed ispezioni, potrà irrogare sanzioni pecuniarie e nei casi più gravi revocare l'autorizzazione.

Con la detta proposta dovrebbe essere introdotta anche una disciplina delle regole di condotta che il gestore del portale deve avere, dando in tal modo sempre più

⁷⁰ Infatti è lo stesso testo del regolamento che si esprime in questi termini “*another transferable security based stake*” e che per valore mobiliari si deve intendere quelli definiti all'articolo 4 della direttiva MiFID2 cioè come categorie di valori, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

⁷¹ Questo ragionamento riguarda sicuramente la legislazione riguardante l'*equity crowdfunding*, ma anche la legislazione di quei Paesi Stati membro che a differenza dell'Italia hanno regolamentato il fenomeno del *peer to peer lending*.

⁷² con particolare riguardo all'assenza di condanne per reati in materia di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo.

importanza e centralità al ruolo e alle attività della piattaforma nelle operazioni di *crowdfunding*.

Questo, come si vedrà meglio in seguito, dimostra, qualora ce ne fosse bisogno, che la piattaforma non ha un ruolo di semplice servizio di pagamento, ma incide sulla volontà negoziale sia dei prenditori sia degli investitori e visti gli importanti interessi in gioco è destinataria di regole di condotta simili a quella che ha l'intermediario nei più tradizionali servizi finanziari.

Si può dire che le Autorità europee, all'esito dell'approfondimento sul fenomeno, si sono preoccupate non solo di indicare i termini da rispettare per far sì che l'attività di *social lending* fosse consentita, ma anche di come tutelare meglio gli utenti coinvolti riconoscendo alla piattaforma un ruolo molto più ampio di quello assegnatole dalle normative nazionali, come quella italiana che invece sembrerebbe quasi minimizzare il ruolo della piattaforma nella formazione della volontà negoziale dei finanziatori e dei prenditori.

La proposta di regolamento in oggetto però escluderebbe l'applicazione della MiFID 2, fermo restando l'obbligo per i gestori delle piattaforme di agire con onestà, professionalità e correttezza.

Prevederebbe altresì dettagliate regole per evitare e prevenire i conflitti di interesse e per apprendere i fondi del cliente; inoltre i gestori dei portali avranno precisi obblighi informativi già in fase pre-contrattuale e nella stesura del materiale pubblicitario dovendo comunicare ai potenziali clienti tutte le informazioni utili a conoscere i costi, le condizioni, la natura e i rischi correlati ai servizi prestati.

Detta comunicazione dovrà avvenire nella maniera più chiara, comprensibile, completa e corretta possibile⁷³; il tutto nelle modalità e nei limiti ampiamente delineati dalla dottrina consumeristica nei settori dei servizi finanziari tradizionali.

A tal proposito cruciale sarà il cosiddetto "key investor information sheet" (KIIS), cioè un documento dalla lunghezza non superiore alle sei pagine che dovrà essere servito al potenziale investitore. Detta scheda informativa deve essere redatta in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro interessato, o in una lingua comunemente utilizzata nell'ambito della finanza internazionale.

La predetta segnalazione di rischio è uno strumento molto utile per rendere edotto l'investitore circa i rischi che corre e non è uno strumento nuovo nel panorama della legislazione finanziaria⁷⁴.

Molto simile alla profilatura del cliente ad opera dell'intermediario tradizionale, anche in caso di investimento sulle piattaforme di *crowdfunding*, l'investitore prima di procedere all'investimento dovrà superare un *test* di appropriatezza di durata pari a due anni dovendo dimostrare di possedere conoscenze di base nella comprensione dei rischi legati all'investimento ed in caso contrario i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovranno informare gli investitori che i servizi offerti dalla piattaforma potrebbero essere inappropriati per loro.

Le imprese di *crowdfunding* dovranno, infine, offrire la possibilità agli investitori di simulare la loro capacità di sostenere perdite, ma a prescindere dai risultati della simulazioni agli investitori non sarà vietato investire attraverso la piattaforma.

⁷³ Analogamente a quanto previsto, ad esempio, dall'art. 49 del D.Lgs. 6 settembre 2005, n. 206 (Codice del Consumo).

⁷⁴ Del resto, l'obbligatorietà dell'informativa sui rischi dell'investimento è stata, di recente, ribadita anche nei confronti dell'investitore non *retail*: così Cass., sez. I, 28 febbraio 2018, n. 4727, in www.dirittobancario.it.

Infine, l'entrata in vigore di detto regolamento escluderebbe invece espressamente tra l'annovero dei soggetti che possono richiedere l'autorizzazione presso l'ESMA le imprese di investimento⁷⁵.

La Proposta in commento qualora dovesse entrare in vigore sarà sicuramente un punto di riferimento per i gestori che decideranno di fare l'“*opt-in*”; mentre le considerazioni che stiamo ed andremo a fare nel presente lavoro rimarranno per quelle piattaforme che decideranno di non aderire al Regolamento Europeo oltre che come quadro di riferimento generale per quanto non disposto dal Legislatore europeo.

Per il momento, la Proposta viene a rappresentare un'utile argomentazione a sostegno della centralità del ruolo della piattaforma e della necessità di applicare tutele maggiori e più incisive di quelle previste dal codice civile, previste da norme di settore.

6. Il ricorso all'analogia per tutelare gli importanti interessi in gioco

Come ampiamente sostenuto dalla dottrina che si è occupata del tema e come evidenziato in più passaggi nell'analisi fin qui svolta sul fenomeno del *social lending*, il semplice ricorso a figure pensate per rispondere ad altre esigenze, quali sono gli Istituti di Pagamento o il contratto tipico di mutuo disciplinato dall'articolo 1813 c.c., seppur permettono alle piattaforme di operare legalmente sul mercato, non rispondono minimamente alle istanze di tutela derivanti da quei profili tipici del *social lending*, cioè quelle peculiarità che il fenomeno del *peer to peer lending* non ha in comune con altri fenomeni presenti nel mercato finanziario.

⁷⁵ Così come definite dalla MiFID2: “qualsiasi persona giuridica la cui occupazione o attività abituale consiste nel prestare uno o più servizi di investimento a terzi e/o nell'effettuare una o più attività di investimento a titolo professionale”.

Un'analisi più dettagliata quindi impone all'interprete di individuare tutti gli interessi in gioco così da valutare, in assenza di una normativa chiara sul punto, se e quali norme applicare a tutela dei valori presenti, operando altresì un attento bilanciamento dei medesimi qualora in contrasto tra loro⁷⁶.

Come prima cosa tutte le normative che andremo ad individuare potranno essere applicate solo ricorrendo all'analogia. Infatti, sia le norme a tutela dell'investitore (come il T.U.F.) sia quelle a tutela del finanziato (T.U.B.) non possono trovare applicazione diretta poiché mancano i presupposti di legge per applicarle, essendo state pensate quest'ultime per l'intermediazione tradizionale e cioè per i contratti conclusi con l'intermediario e non come avviene nel *social lending*, nel quale l'intermediario non fa parte del contratto finanziamento.

Pertanto, procedendo con l'individuazione degli interessi coinvolti nelle operazioni di "*social lending*" dobbiamo, da un lato analizzare la posizione dell'investitore e dall'altro quella del prestatore, entrambi portatori di interessi protetti.

Il soggetto che investe nel *peer to peer lending* presenta caratteristiche non dissimili rispetto all'investitore tradizionale; pertanto le esigenze di tutela dello stesso sono sicuramente assimilabili a quelle proprie di ogni investitore.

Infatti, innanzitutto l'investitore che accede alla piattaforma di *social lending* ha nella maggior parte dei casi la duplice veste di investitore-risparmiatore⁷⁷ con tutte le tutele rafforzate, in attuazione dei principi costituzionali che ne derivano.

⁷⁶ Sul punto sia consentito rinviare a F. DELLA ROCCA, *I poteri del giudice nei contratti posti in essere per la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in corso di pubblicazione; nonché E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., p. 177 ss.

⁷⁷ Per la sensibilizzazione della posizione dell'investitore-risparmiatore cfr. L. ROSSI CARLEO, *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Eur. dir. priv.*, 2010 e A. JANNARELLI, *Il contraente risparmiatore*, in F. Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

La nostra Carta Costituzionale infatti all'art. 47 sancisce la tutela del risparmio in tutte le sue forme⁷⁸ ed ormai sono chiari i confini delineati dalla dottrina maggioritaria⁷⁹ nonché dalla Giurisprudenza Costituzionale⁸⁰ entro i quali si può parlare di risparmiatore.

Senza alcun dubbio, escludendo i casi nei quali il soggetto prestatore è un soggetto istituzionale⁸¹ e quindi non può avere la qualifica di risparmiatore, nella maggior parte degli altri casi la struttura dell'investimento, il tasso di rendimento sperato e la platea dei potenziali soggetti che accedono alla piattaforma in veste di investitori non professionali né speculativi, portano a dover sicuramente classificare i prestatori delle piattaforme *online* come risparmiatori ed a prestare attenzione a quale tutela accordare agli stessi.

Il dettato Costituzionale, in particolare l'espressione "in tutte le sue forme", non lascia dubbi sulla necessità di accordare una tutela anche al risparmiatore che decide di investire i propri risparmi utilizzando le piattaforme *online*.

⁷⁸ S. DETTORI, A. ZITO, *Risparmio (tutela del)*, in G. Greco, M. P. Chiti (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Milano, 2007, p. 1731; in generale sulla tutela costituzionale del risparmio cfr. F. GUIZZI, *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, n. 2-3-4/2005; F. CAPRIGLIONE (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, 2006; M. SARCINELLI, *La legge per la tutela del risparmio. Un anno dopo*, in P. Abbadessa, F. Cesarini (a cura di), *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, Bologna, 2007; G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio ed il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, n. 6/2007; A. NIGRO, V. SANTORO (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007.

⁷⁹ Per una rassegna v. S. BARONCELLI, *Sub art. 47*, in R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, II, Utet ed., 2017.

⁸⁰ Sul punto per una sintesi cfr. F. ZATTI, *La dimensione costituzionale della tutela del risparmio. Dalla tutela del risparmio alla protezione dei risparmiatori/investitori e ritorno?*, in *Studi in onore di Vincenzo Atripaldi*, Napoli, 2010, (www.forumcostituzionale.it).

⁸¹ Infatti i finanziatori possono essere sia persone fisiche sia persone giuridiche, tra queste ultime, la delibera di Banca D'Italia in materia di raccolta di risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche precisando che "restano ferme le possibilità di raccolta senza limiti da parte di banche che esercitano l'attività di *social lending* attraverso portali *on-line*", ha aperto di fatto agli istituzionali la possibilità di accedere al *social lending* e nell'ultimo periodo la presenza degli Istituzionali sia nel *peer to peer lending* tradizionale sia nella variante dell'*Invoice lending* è in netto aumento.

Ciò premesso si aggiunge che, nel caso in esame, nei prestatori sono ravvisabili comunque a prescindere dalla qualifica come risparmiatore tutte le caratteristiche dell'investitore tradizionale e quindi le medesime necessità di tutela.

La natura dell'investitore tipo che investe utilizzando la piattaforma è sicuramente quella di "cliente al dettaglio"; infatti come disposto dalla nuova Direttiva MiFID 2, al fine di individuare in quale categoria l'investitore rientra bisogna vedere se l'investitore non rientra nella categoria di "cliente professionale"⁸² o in quella di "controparte qualifica"⁸³, poiché rientrano nella categoria di "cliente al dettaglio" tutti quei soggetti che non rientrano nelle altre due categorie.

Escludendo *tout court* la possibilità di classificare i prestatori sia nella categoria di controparte qualificata sia nella sotto-categoria di cliente professionale di diritto, per assenza di requisiti soggettivi, resta da capire se l'investitore che sceglie il *social lending* possa rientrare nella sotto-categoria della cliente professionista su richiesta. Si può dire che raramente un prestatore opta per essere considerato come cliente professionista, non essendo neanche le piattaforme pronte per consentire ciò, ma in ogni caso quasi la totalità degli investitori che accedono allo strumento non dovrebbero comunque possedere i requisiti previsti dalla normativa finanziaria per permettere all'intermediario di accogliere la richiesta.

Per le considerazioni appena fatte pertanto l'investitore coinvolto nel fenomeno del *social lending* rientra pienamente nella categoria di "cliente al dettaglio" e quindi

⁸² Sulla qualifica di cliente professionale v., tra gli altri, M. CAMPOBASSO, *Classificazione dell'investitore come "cliente professionale" e imputazione di conoscenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I, p. 819 ss.

⁸³ Sul punto cfr. V. CHIONNA, *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato di finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, p. 36 ss.; M. SEMERARO, *Dichiarazione di operatore qualificato e meritevolezza dei derivati OTC*, in *Rivista diritto bancario*, 2013.

dovrebbero essere applicate tutte le regole di condotta accordandogli il grado di tutela maggiore.

Questo discorso non è applicabile, come accennato sopra, se il prestatore è un investitore istituzionale, poiché lo stesso rientra di diritto nella categoria di cliente professionale; in concreto però, come sostenuto dalla dottrina⁸⁴, con il recepimento della MiFID 2 la differenza tra le regole applicabili al cliente al dettaglio e quelle applicabili al cliente professionale si è molto attenuata.

Nel dettaglio, quindi, i rischi legati all'investimento, le modalità di rappresentazione dello stesso da parte di chi offre la possibilità di investire, le modalità di gestione dell'investimento, la valutazione sulla capacità dell'investitore di sopportare eventuali perdite del capitale sono tutte esigenze di tutela che devono essere accordate anche all'investitore che sceglie di allocare le proprie risorse attraverso la piattaforma di *social lending*, con la stessa incisività con la quale si tutela l'investitore tradizionale.

La dottrina che si è occupata del tema⁸⁵ e uno studio dell'Unione Europea⁸⁶ hanno trovato sia nella legislazione finanziaria stabilita per lo svolgimento di servizi e delle attività di investimento in strumenti finanziari (artt. 21 ss. T.U.F. e artt. 27 ss. del Regolamento Consob. 16190/2007 e successive modificazioni) sia in altre norme di settore (quali: la Direttiva 2011/61/CE del Parlamento europeo e del Consiglio dell'8 giugno 2011 sui gestori di fondi di investimento alternativi Direttiva 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 settembre 2002, concernente la commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori; Direttiva

⁸⁴ Cfr., per tutti, F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, p. 167.

⁸⁵ Cfr. G. BIFERALI, *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, cit., p. 443 ss.

⁸⁶ V. A. DELIVORIAS, *Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play*, European Parliamentary Research Service (ERPS), 2017, che riprende in argomento i contenuti di una precedente ricerca (Comunicazione della commissione al parlamento europeo, al consiglio, al comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni: *Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, Bruxelles, 27 marzo 2014).

2003/71/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 novembre 2003 relativa al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari) tutele applicabili, idonee a soddisfare le esigenze anche di quei soggetti che decidono di investire sulle piattaforme di *peer to peer lending*.

È il caso di ribadire che anche se lo studio e la dottrina sopra richiamate non sono molto chiari sul punto l'applicazione delle suddette normative non può che passare da un'applicazione analogica delle stesse non sussistendo i presupposti per un'applicazione diretta.

Nella fonti appena richiamate, si fa riferimento alla normativa relativa al prodotto finanziario, a quella relativa agli strumenti finanziari nonché a quella relativa alle *venture capital* o ai fondi di investimento alternativi.

La classificazione dell'oggetto dell'operazione economica conclusa attraverso la piattaforma è quindi fondamentale per il lavoro di ricostruzione che deve essere fatto dall'interprete.

Infatti, è pacifico in dottrina⁸⁷ che la nozione di strumento finanziario è funzionale all'applicazione di specifiche discipline, come la disciplina dell'esercizio professionale dei servizi e delle attività di investimento nei confronti del pubblico, riservato alle imprese di investimento, banche e altri soggetti abilitati, la disciplina della negoziazione sui mercati regolamentati e dei sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati, la disciplina della gestione accentrata e la disciplina dell'informazione societaria e degli abusi di mercato; nello stesso tempo, considerare un oggetto come prodotto finanziario è utile ai fini dell'applicazione di altre norme come quelle

⁸⁷ Per tutti cfr. P. SFAMENI, A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea ed., 2018.

contenute nella disciplina dell'offerta al pubblico e in particolare dell'offerta pubblica di sottoscrizione e vendita delle offerte pubbliche di acquisto e scambio.

Per questo è necessario preliminarmente capire in quale categoria l'oggetto negoziato attraverso la piattaforma rientri o meglio in quale categoria si ravvede la medesima "ratio" di tutela, per selezionare le normative applicabili.

A parere dello scrivente si devono eliminare i riferimenti alle FIA e a tutti i fondi comuni d'investimento compreso le OICR di credito⁸⁸.

È possibile anticipare anche in questa sede che seppur è vero che la classificazione giuridica dipende molto dal modello di *business* in concreto adottato dalla piattaforma, bisogna pur sempre tratteggiare dei punti chiave comuni a tutte le piattaforme di *social lending* che formano il perimetro entro il quale si può parlare di *peer to peer lending*.

Fuori da questo siamo in presenza di fenomeni diversi da quello in esame che utilizzano la tecnologia per semplificare schemi tipici di altri istituti.

Il riferimento è, per esempio, alla ricostruzione, operata da parte della dottrina⁸⁹, del fenomeno del *social lending* come OICR di credito che lascia perplessi non soltanto per la possibilità per le stesse di fare credito solo a soggetti non consumatori (mentre nel *social lending* la maggior parte delle volte sono consumatori), ma soprattutto per le

⁸⁸ Infatti le OICR di credito sono state oggetto di recenti modifiche; a partire dal recepimento della Direttiva AIFM n. 2011/61/EU, il nostro ordinamento si è aperto all'erogazione diretta su fondi propri di prestiti da parte di fondi di investimento. Il recente D.L. n. 18 del 14 febbraio 2016 ha introdotto nel T.U.F. un capo appositamente dedicato agli OICR di credito (II-*quinquies*, artt. 46-*bis* ss. T.U.F.), il quale permette ora ai gestori rispondenti ai requisiti della AIFMD (GEFIA autorizzati, sottoposti ad una disciplina comparativamente più leggera rispetto agli UCTIS) di creare e gestire fondi alternativi di credito che investano cioè più del 20% in crediti anche erogati direttamente (non a consumatori) e anche senza far ricorso a banche o altri intermediari per la selezione dei prenditori. Qualora tali fondi di credito siano aperti anche agli investitori al dettaglio, essi dovranno rispettare ulteriori requisiti (approvazione del regolamento da parte della Banca d'Italia, limite di concentrazione verso la stessa parte del 10%, limite di leva finanziaria del 30% del valore netto complessivo del fondo, uso di derivati solo per copertura dei rischi, norme prudenziali di contenimento e frazionamento del rischio stabilite dalla Banca d'Italia): cfr. E. SIROTTI GAUDENZINI, *La riforma in ambito bancario*, 2016, p. 241 ss.

⁸⁹ La tesi della qualificazione come OICR di credito è stata sostenuta da E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 63 ss.

differenze strutturali (le OICR di credito erogano i prestiti direttamente con valenza sul loro patrimonio) che tutti i fenomeni rientranti nel concetto di fondo comune d'investimento hanno rispetto al *social lending*.

Infatti, la piattaforma mette in contatto il prestatore e il prenditore può al massimo avere un ruolo nella formazione del contratto, ma quest'ultimo deve essere stipulato tra i prestatori e i prenditori a seguito di trattative personalizzate.

Tutto il mondo legato ai fondi comuni d'investimento, invece, parte da un concetto base diverso: il risparmio gestito si basa sulla creazione di fondi costituiti da un patrimonio autonomo, raccolto tra una pluralità di risparmiatori con la finalità di investirlo sulla base di una predeterminata politica; tale patrimonio viene suddiviso in quote di pertinenza di una pluralità di partecipanti e gestito a monte, nell'interesse dei partecipanti e in autonomia dai medesimi.

Pertanto, i due fenomeni non sono assimilabili, anzi le piattaforme di *social lending* rappresentano l'opposto del concetto di intermediazione tradizionale, nella quale ovviamente rientrano i fondi comuni d'investimento in qualsiasi forma essi siano fatti⁹⁰.

Quindi, riassumendo, se manca il contratto diretto tra prenditore e prestatore, come ci confermano anche le Disposizioni di Banca d'Italia, non si può parlare di prestito tra pari.

È senz'altro vero che le modalità in concreto praticate da molte piattaforme sono diverse ed alcune di esse portano a pensare ad istituti simili ai fondi comuni d'investimento, ma il punto di partenza chiaro nella nostra indagine deve essere che se la piattaforma eroga il prestito in proprio o siamo di fronte ad un intermediario classico

⁹⁰ Stesso discorso pertanto vale anche per le OICR di credito che se rimangono ancorate ai tratti comuni dei fondi e non presentano le caratteristiche per rientrare nel concetto di nuova intermediazione di cui ci stiamo occupando.

regolato dalle norme di settore che semplicemente utilizza la tecnologia⁹¹ per la sua attività tipica o siamo nell'illiceità per contrasto alle Disposizioni di Banca d'Italia sopra analizzate.

Ma sul punto si avrà modo di tornare in seguito, per ora è sufficiente dire che le considerazioni svolte sopra portano a ritenere non corretto il richiamo alla regolamentazione dei fondi comuni d'investimento.

Altresì la normativa sulle *venture capital* può essere tutt'al più pertinente per l'*equity* e non per il *social lending* stante la struttura del fenomeno per la quale è stata pensata.

Ritornando, invece, alla classificazione dell'oggetto del *social lending* come prodotto finanziario⁹² o come strumento finanziario⁹³, la questione si fa più complessa.

Anche se si aderisce alla dottrina maggioritaria⁹⁴, che ritiene che il rapporto tra i prodotti finanziari e gli strumenti finanziari sia di genere a specie, al fine della nostra

⁹¹ Si può discutere in modo consono o meno.

⁹² Cfr. R. LENER, *Sui certificati bancari di deposito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2013, I, p. 351 ss. L'autore sostiene che «Il concetto di investimento riconduce ad un conferimento di denaro (o di altro bene fungibile), dal cui impiego possa derivare un guadagno futuro, un ritorno economico, se si vuole un eventuale (aleatorio) incremento di valore rispetto al versamento effettuato all'atto dell'acquisto del prodotto [...]. Quanto al secondo elemento, può dirsi che un investimento sia finanziario quando, a fronte del conferimento di un bene presente, per lo più denaro, si riceverà in corrispettivo un bene il cui valore non sia conoscibile, nella sua pienezza, all'atto dell'investimento»; Comunicazione Consob, n. DTC/13038246 del 6-5-2013, in cui viene chiarito che «per "ogni altra forma di investimento di natura finanziaria" debbano intendersi le proposte di investimento che implicino la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale; (ii) aspettativa di rendimento di natura finanziaria e; (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale [...] per configurare un investimento di natura finanziaria, non è sufficiente che vi sia accrescimento delle disponibilità patrimoniali dell'acquirente [...] ma è necessario che l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa». Pertanto, non rientrano nella nozione di prodotto finanziario «le operazioni di investimento in attività reali o di consumo, cioè le operazioni di acquisto di beni e di prestazioni di servizi che, anche se concluse con l'intento di investire il proprio patrimonio, sono essenzialmente dirette a procurare all'investitore il godimento del bene, a trasformare le proprie disponibilità in beni reali idonei a soddisfare in via diretta i bisogni non finanziari del risparmiatore stesso»;

⁹³ Sulla nozione di strumento finanziario v., tra gli altri, N. SALANITRO, *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I, p. 1 ss.; V. CHIONNA, *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, p. 1 ss.

indagine non è utile sostenere che il prestito stipulato attraverso il *social lending* possa rientrare in entrambe le nozioni, anche se sicuramente in astratto potrebbe rientrare in entrambe⁹⁵.

Infatti la classificazione nell'una o nell'altra serve appunto solo ad individuare la disciplina applicabile, e quindi le esigenze di tutela per le quali il legislatore ha pensato servisse una disciplina particolare rispetto alle norme in materia contrattuale dettate dal codice civile.

In concreto classificare l'oggetto di negoziazione attraverso la piattaforma come un prodotto finanziario serve perciò per vedere se è assimilabile alla normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, e l'applicazione della disciplina in materia di offerta al pubblico di prodotti finanziari comporterebbe il sorgere dell'obbligo di prospetto a carico di chi possa considerarsi emittente o offerente⁹⁶.

In ragione dell'ampiezza della nozione di prodotto finanziario⁹⁷, idonea a ricomprendere qualunque forma di raccolta del risparmio comportante l'impiego di capitali con attesa di rendimento correlata al rischio sottostante⁹⁸, la Consob ha

⁹⁴ Esiste una dottrina minoritaria, forse più utile ai fini della nostra indagine, secondo cui i prodotti finanziari sono solo quelli idonei a formare oggetto di un'offerta al pubblico: cfr. M. ONZA, L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, p. 569.

⁹⁵ Cfr. G. BIFERALI, *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, cit., p. 443 ss.

⁹⁶ La dottrina che si è occupata del tema ritenendo applicabile la normativa dell'offerta al pubblico di prodotti finanziari ha precisato che tuttavia non dovrebbe sussistere l'obbligo di prospetto, non essendo superata la soglia minima attuale di € 5 milioni nell'arco di dodici mesi.

⁹⁷ In generale, sui prodotti finanziari, P. FERRO-LUZZI, *Attività e «prodotti» finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 133 ss., il quale anziché definire i prodotti finanziari attraverso i termini utilizzati dal legislatore nel T.U.F. pone l'accento sul contratto c.d. «creativo» di nuovi valori finanziari: «il nuovo valore, il nuovo bene, è totalmente rappresentato appunto dal contratto, contratto che deve contenere la compiuta identificazione e disciplina del valore creato, del bene protetto»; cfr. inoltre, B. LIBONATI, *Diritto Commerciale – Impresa e società*, Milano, 2005, p. 117 ss.; M. FRATINI, *Commento all'art. 1, commi 1 e 2 T.U.F.*, in M. Fratini, G. Gasparri (a cura di), *Il Testo unico della Finanza*, artt. 1-90, I, Torino, 2012, p. 20 ss.; A. LUPOI, *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 4, 2016, Supplemento n.1, p. 69 ss.

⁹⁸ Cfr. Art. 1, comma 1°, lett. u) T.U.F.; Comunicazione Consob n. DEM/1027182 del 12 aprile 2001; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016; M. FRATINI, *Commento all'art. 1, commi 1 e 2 T.U.F.*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, artt. 1-90 - tomo I, Torino, 2012, p. 20 ss.

qualificato in passato⁹⁹ come offerta di prodotti finanziari l'attività di una piattaforma di *crowd-lending* sulla base del carattere standardizzato dei mutui (peraltro non escluso dalla possibilità dei prestatori di scegliere il tasso di interesse), dell'impiego di capitale con aspettativa di rendimento e del rischio correlato al progetto.

D'altronde, la stessa Consob in più occasioni¹⁰⁰ ha avuto modo di precisare che debbano ritenersi, ai fini dell'applicazione della disciplina sull'offerta al pubblico di strumenti finanziari, come “ rivolte al pubblico” le offerte destinate a cerchie più o meno ampie di investitori e aventi un contenuto standardizzato e predeterminato così da non lasciare spazio a contrattazioni individuali e personalizzate.

È qui allora la prima incongruenza della soluzione offerta dall'Autorità e dalla dottrina sopra citata, anche se ad esser precisi la comunicazione Consob è precedente a quella di Banca d'Italia.

Se si deve dare risalto alle trattative personalizzate tra i prenditori ed i prestatori non si può assolutamente considerare, come sostiene la Consob, “standardizzato” il carattere dei mutui, altresì si deve escludere il richiamo alla disciplina sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari che appunto non considera negoziabile personalmente dalle parti i prodotti offerti¹⁰¹. Sembrerebbe invece più in linea con il fenomeno in commento la qualifica di strumenti finanziari¹⁰², infatti gli strumenti finanziari sono

⁹⁹ Comunicazione Consob 10 dicembre 2010; più in generale, cfr. anche F. ANNUNZIATA, *Commento all'art. 94*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.Lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, P. Marchetti, L.A. Bianchi (a cura di), Milano, 1999, I, p. 85 nota 30 e pp. 86-87.

¹⁰⁰ Cfr. Comunicazioni Consob 13 agosto 1997, n. DAL/97007063 e 19 luglio 2001, n. DIN/1055860.

¹⁰¹ Per tutti sul punto cfr. P. SFAMENI, A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, cit.

¹⁰² In tal senso cfr. E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, cit., p. 63 ss.: “com'è noto, nel nostro ordinamento (così come in quello europeo) non esiste una vera e propria definizione di strumento finanziario ma solo un elenco di prodotti finanziari da considerarsi anche strumenti finanziari (cfr. allegato 1 sez. C del T.U.F. e allegato 1, sez. C e art. 4.1 (18) Direttiva MiFID). Da tale elenco, considerato aperto, e dalle definizioni di alcuni degli strumenti finanziari in esso menzionati, gli interpreti hanno tuttavia identificato come tratto comune a tutti gli strumenti finanziari (ed in particolare ai valori mobiliari tra cui rientrano i titoli di debito) il carattere della negoziabilità, intesa come capacità dello strumento di essere oggetto di

specificamente individuati dalla legge e si distinguono dagli altri prodotti finanziari per la loro idoneità a formare oggetto di negoziazione sul mercato di capitali.

In detto elenco sono presenti anche i valori mobiliari tra cui è possibile far rientrare, almeno in astratto, i titoli di debito emessi attraverso la concessione del finanziamento, ed il necessario carattere di negoziabilità¹⁰³ degli stessi è senza dubbio una caratteristica presente nel fenomeno del *social lending*¹⁰⁴.

Infatti, *in primis*, tale caratteristica deve essere secondo la dottrina maggioritaria¹⁰⁵ considerata in astratto, cioè a prescindere dalla negoziabilità in concreto, e lo strumento negoziato sulla piattaforma di *lending* rispecchia senza alcun

transazioni sul mercato dei capitali (per compensare la tendenziale non rimborsabilità immediata e alla pari).” In generale cfr. F. ANNUNZIATA (nt. 60), p. 81 ss., in particolare pp. 84-86; Costi e Enriques (nt. 29), pp. 1-2 e p. 39 ss.; L. GAFFURI, *I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi*, Milano, 2010, p. 9 ss.; Comunicazioni Consob del 28 gennaio 1999 n. 99006197 e del 16 marzo 1999 n. 99018236. In ambito comunitario cfr. anche Commissione Europea, Questions on Single Market Legislation, ID 150 - Definitions (Internal reference 2) ‘transferable securities’, Article 4(1)(18) of Directive 2004/39/EC, <http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=150> (secondo cui il concetto di strumento finanziario è « a broad one and is meant to include all contexts where buying and selling interest in securities meet »; European Securities Market Expert Group, Financial Instruments - Impact of definitions on the perimeter of FSAP Directives, 4 (2008), http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/fin-instruments-050308_en.pdf; N. MOLONEY, *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010, p. 202; G.G. CASTELLANO, *Towards a General Framework for a Common Definition of “Securities”: Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts*, in *Uniform Law Review*, 2012, 17, 3, p. 449.

¹⁰³ In generale sulla caratteristica della negoziabilità cfr. R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit.; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.; R. LENER (a cura di), *Diritto del mercato finanziario*, cit.; R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004, p. 39 ss.; M. FOSCHINI, *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008, p. 129 ss.

¹⁰⁴ Sulla negoziabile dell’oggetto negoziato attraverso la piattaforma di *social lending* cfr. E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell’utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, cit., p. 272; ID., *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell’evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell’investment-based crowdfunding in Europa*, cit., p. 306.

¹⁰⁵ Secondo la dottrina maggioritaria, la negoziabilità rileva come «requisito astratto», nel senso che «anche strumenti (al momento) non quotati in alcun mercato, regolamentato o meno, possono essere strumenti finanziari, ove siano idonei a essere oggetto di trasferimenti sul mercato di capitali in tal senso cfr. R. LENER, *Diritto del mercato finanziario*, cit. p. 63; sul punto v. anche A. NIUTTA, *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel T.U.F. aggiornato in base alla MIFID (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1, 2009, p. 807 ss., in part., pp. 829-830, per il quale «la stessa funzione degli strumenti finanziari in qualche modo implica che gli stessi siano almeno astrattamente negoziabili, se non fosse proprio già prevista in concreto la negoziazione su un mercato regolamentato, ovvero l’emittente non fosse fin dal principio disponibile – prendendo in concreto per sé la posizione del *market maker* – ad agevolare la raccolta di liquidità rendendo più facile per un potenziale investitore la prospettiva del disinvestimento, assumendo in proprio l’onere della ricerca di un nuovo investitore disposto a subentrare al primo».

dubbio tale requisito essendo il credito che hanno i prestatori liberamente cedibile *ex art. 1260 codice civile*; *in secundis*, diverse piattaforme¹⁰⁶ hanno previsto un mercato secondario dove i prestatori possono negoziare i titoli di debito.

L'ostacolo allora è dato dal fatto che bisogna considerare che in Italia non tutti possono qualificarsi come emittenti di strumenti finanziari.

Le disposizioni in materia di raccolta del risparmio da parte di soggetti non bancari, autorizzando la ricezione di fondi dietro emissione di strumenti finanziari da parte delle società di capitali (in termini piuttosto ampi per S.p.A. e più ristretti per Società cooperative e S.r.l.) attesta la preclusione allo svolgimento della medesima attività da parte di individui e società di persone.

L'Italia sembra infatti riprendere¹⁰⁷ la nozione di emittente di strumenti finanziari contenuta nella MiFID¹⁰⁸ e nella Direttiva Prospetto¹⁰⁹ che presuppone la natura di persona giuridica.

In conseguenza, i prestatori persone fisiche e certe imprese non potrebbero essere emittenti¹¹⁰. Tuttavia, detto ostacolo – a differenza di quanto evidenziato prima circa l'analogia con i fondi d'investimento – potrebbe essere non preclusivo, infatti essendo una differenza non strutturale sarebbe possibile ricorrere all'applicazione analogica.

¹⁰⁶ Attualmente al livello europeo, nel 2014, il 29% delle piattaforme di *lending* risultavano avere un mercato secondario.

¹⁰⁷ V. art. 1 T.U.F: per un commento alla norma si rinvia a M. FRATINI, Sub *art. 1, 1° co., lett. u), co. 1-bis, lett. a), b), c); co. 1-ter; 2° co.*, in M. Fratini, G. Gasparri, *Il testo unico della finanza*, Utet ed., 2012, p. 16 ss.

¹⁰⁸ In argomento v. F. DEL BENE, *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Ipsa ed., 2009.

¹⁰⁹ Si tratta del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio.

¹¹⁰ In tal senso E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 63 ss. Non è così in altri paesi, come riconosciuto dal legislatore europeo, includendosi tra gli emittenti, ad esempio, nel Regno Unito e negli Stati Uniti, anche le persone fisiche.

Cfr. FC handbook; section 2(a) (22) 15 U.S.C. § 80a -2(a) (22) e Section 2(a) (28) del 1940 Act 15 U.S.C. § 80a -2(a) (28). Il Considerando (18) della Direttiva n. 2013/50 Transparency spiega che la variazione nella definizione di *issuer*, deriva dalla circostanza che in alcuni paesi tra gli emittenti con strumenti ammessi alle negoziazioni vengono ricompresi anche le persone fisiche. Conseguentemente il nuovo art. 2(1)d stabilisce che: «“issuer” means a natural person, or a legal entity, including a State, whose securities are admitted to trading on a regulated market governed by private or public law ».

In altre parole, le esigenze di tutela sottese alla normativa sui servizi e attività d'investimento che hanno ad oggetto strumenti finanziari emessi da persone giuridiche sono le stesse che ricorrono nella negoziazione attraverso il *social lending* di titoli di debito emessi anche da persone fisiche. Dall'altra parte, si riscontra il richiedente che presenta istanze di tutela identiche rispetto ad un soggetto che si reca presso una banca o presso un intermediario autorizzato per stipulare un finanziamento; il richiedente tipo infatti non presenta alcuna differenza rispetto a un mutuato tradizionale.

In più il contratto posto in essere dal richiedente è un tipico finanziamento che presenta alcune problematiche e prerogative identiche a quello tradizionale regolato dalla legislazione relativa al settore creditizio¹¹¹.

Nella maggior parte dei casi il finanziamento è anche assimilabile a quello disciplinato dalla normativa sul credito al consumo: è interesse anche per il richiedente del prestito attraverso la piattaforma di *social lending* conoscere i costi per il conseguimento e per la fruizione della prestazione, le modalità di rappresentazione di tali costi, quindi coinvolgendo tutta la problematica circa la trasparenza nata nel settore bancario per continuare con le modalità di gestione del prestito in corso e per finire con le modalità attraverso le quali si valuta il metodo creditizio del potenziale creditore.

Anche in questo caso ci si interroga se le norme inerenti alla trasparenza delle condizioni contrattuali (artt. 115 ss. T.U.B.) e, ove il richiedente ottenga credito per ragioni estranee alla propria attività professionale, quelle relative al credito al consumo (artt. 121 ss. T.U.B.) e, più in generale, tutta la normativa che mira alla tutela del consumatore possano essere applicate per i richiedenti di prestiti attraverso le

¹¹¹ Non si pone neanche il dubbio sulla corretta qualificazione giuridica come invece si è posta per l'investitore.

piattaforme di *social lending* e se le stesse siano sufficienti per una tutela adeguata delle esigenze peculiari dello strumento.

Uno sguardo infine merita il richiamo alla normativa sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori¹¹². Le modalità di conclusione dei contratti relative al *social lending* avvengono attraverso *internet*: appare pacifico che la rete rientra, tra le modalità di commercializzazione a distanza, idonee a far applicare la suddetta normativa¹¹³.

L'applicazione di detta normativa non solo comporterebbe il sorgere di ulteriori obblighi come andremo a vedere meglio nel dettaglio a carico dei soggetti coinvolti (oltre che la sanzione della nullità in caso di violazione di quest'ultimi), ma data la nozione di servizio finanziario che è particolarmente ampia, rientrando in essa non solo i servizi d'investimento (quindi quelli tipicamente riservati agli investitori), ma anche quelli di natura "bancaria", "creditizia", "di pagamento", detta normativa tutelerebbe esigenze connesse sia alla posizione di prestatore sia a quella di creditore.

Come si osserverà nel prosieguo, i rimedi contrattuali previsti dal codice civile non garantiscono una reale tutela agli importanti interessi in gioco sopra individuati,

¹¹² In materia di commercializzazione a distanza di servizi finanziari cfr., fra gli altri, G. ALPA, *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori*, in *Contratti*, 2005, p. 1173 ss.; P. BALZARINI, *Attuazione della direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 1177 ss.; G. DE CRISTOFARO, *Contratti aventi ad oggetto "servizi finanziari" stipulati a distanza e tutela dei consumatori: il d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190, di recepimento della direttiva 2002/65/CE (prima parte)*, in *Studium iuris*, 2006, p. 265 ss.; G. DE CRISTOFARO, *Contratti aventi ad oggetto "servizi finanziari" stipulati a distanza e tutela dei consumatori: il d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190, di recepimento della direttiva 2002/65/CE (seconda parte)*, in *Studium iuris*, 2006, p. 385 ss.; U. DRAETTA, *La protezione dei consumatori e i servizi finanziari forniti a distanza: la legge italiana di attuazione della direttiva comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2005, p. 465 ss.; M. GIURGIOLA, *La direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari: l'epilogo di una lunga attesa*, in *Le Società*, 2003, p. 103 ss.; M.T. PARACAMPO, *La direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e la tutela del consumatore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II, p. 382 ss.; L. PONTIROLI, *La disciplina del pagamento nella vendita a distanza dei servizi finanziari: prime considerazioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I, p. 678 ss.; A. TORELLI, *Contratti a distanza e tutela del consumatore. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2006, p. 621 ss.

¹¹³ Cfr. V. SANGIOVANNI, *L'informazione del consumatore nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Rivista di diritto bancario*, 2008.

non essendo così incisivi come le norme settoriali richiamate. Di conseguenza, è stato sostenuto ¹¹⁴ di rimodellare tutta la legislazione sopra richiamata, epurandola di quelle regole mal conciliabili con il fenomeno del *social lending* ed applicarla a quest'ultimo, ma detta operazione ermeneutica necessita di alcune precisazioni.

Insomma, una tutela in linea con i risparmiatori tradizionali deve essere accordata anche ai risparmiatori che investono attraverso le imprese di *social lending*, come d'altro canto una tutela simile all'investitore tradizionale e al finanziato tradizionale deve essere accordata, in attuazione dell'articolo 3 Cost., anche all'investitore (a prescindere che sia nello stesso tempo un risparmiatore) e al soggetto finanziato che scelgono lo strumento alternativo del *social lending*, essendo pertanto necessaria un'interpretazione sistematica, costituzionalmente orientata delle norme del settore finanziario e bancario; tuttavia detta tutela non può che passare da un bilanciamento di valori, pesando la posizione e gli interessi in gioco del prestatore con quella del prenditore.

Del resto, la sfida dell'interprete consiste, dopo aver individuato gli interessi in gioco, nello stabilire la loro graduazione determinando la soccombenza di alcuni a fronte dell'affermazione di altri. Sarebbe del resto riduttiva se non addirittura errata un'applicazione diretta o anche in via analogica generalizzata della legislazione finanziaria esistente ¹¹⁵ in favore degli investitori – relativamente alle norme sopra menzionate e di quella bancaria in favore dei prenditori anch'esse sopra selezionate – nata per tutelare il soggetto finanziato nei contratti di finanziamento tradizionali.

¹¹⁴ Cfr. G. BIFERALI, *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, cit., p. 443 ss. In particolare, l'Autrice individua le esigenze di tutele richiamando da una parte la legislazione finanziaria e dall'altra quella bancaria.

¹¹⁵ Anche la proposta di regolamento sembrerebbe procedere in tale direzione.

Il fatto di seguire l'impostazione di un'applicazione generalizzata può risultare impossibile dato in alcuni casi il conflitto inconciliabile di interessi contrapposti, se non addirittura portare a dei risultati totalmente irrazionali.

Inoltre, è bene tenere presente che nel contratto di finanziamento stipulato dal prestatore e dal prenditore manca la veste di un "soggetto professionista"¹¹⁶, che invece è alla base dell'applicazione della maggior parte delle norme richiamate.

Ed anche a voler superare l'ostacolo dell'assenza di un contratto tipico (b2c) tra un professionista e un consumatore provando ad accordare le tutele tipiche del contratto asimmetrico¹¹⁷ e di tutta la normativa che tende a tutelare il contraente "debole" anche oltre i rigidi confini positivi della norma, come parte della dottrina ha sostenuto in altre situazioni¹¹⁸, nella fattispecie in esame, manca proprio la figura fisiologica di contraente debole, almeno intesa quale parte contrattuale già prestabilita come più debole rispetto all'altra.

Del resto, già come viene chiamato banalmente il fenomeno, "prestito tra pari", rende l'idea dell'assenza di una parte forte e di una parte debole di diritto.

¹¹⁶ Cfr. E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., p. 172 ove si rileva che "neppure quelle sul credito al consumo si possono richiamare per l'attività delle piattaforme di P2P lending, poiché il credito erogato non è erogato dalla piattaforma (ma dai prestatori), sebbene si debba verificare che la piattaforma non operi come intermediario di credito, caso in cui dovrebbe invece essere rispettati gli obblighi di informativa precontrattuale e di comunicazione, stabiliti dalla normativa europea nei confronti dei consumatori."

¹¹⁷ Va considerato che, già da qualche tempo, la letteratura giuridica ha, comunque, esteso il concetto di contratto asimmetrico e le relative tutele anche oltre l'ambito soggettivo dei contratti stipulati tra soggetti ontologicamente diseguali (il consumatore ed il professionista), ma si ravvisa comunque una diversa forza contrattuale tra i contraenti, uno dei quali è qualificabile alla stregua di contraente debole, sul punto cfr. R. PARDOLESI, *Prefazione*, a G. COLANGELO, *L'abuso della dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'indagine comparata*, Torino, 2004, XII, al quale si deve, notoriamente, la definizione di «terzo contratto» mentre sulle problematiche relative alla contrattazione asimmetrica, con particolare riferimento alla figura della microimpresa come nuovo "contraente debole", si rimanda a F. TRUBIANI, *La microimpresa dentro e fuori il Codice del consumo*, in *Studium iuris*, 2016, p. 998 ss.; ID., *Clausole vessatorie nella contrattazione d'impresa e tutela privatistica della microimpresa*, in R. Carleo (a cura di), *Problemi del contratto e diritto privato europeo. L'esperienza della Spagna*, Napoli, 2014, p. 127 ss.

¹¹⁸ Si rinvia agli autori della nota precedente.

Più precisamente, come individuato dalla normativa consumeristica e finanziaria sopra richiamata, esistono istanze di tutele tipiche del contraente debole, ma nel caso di specie appunto queste istanze provengono da entrambi i contraenti che possiamo definire “deboli” a momenti alterni.

Probabilmente, per la prima volta nel diritto civile l’asimmetria informativa, che come ampiamente dimostrato è un problema centrale in questo fenomeno¹¹⁹, non è assimilabile ad un solo contraente, ma ad entrambi i contraenti del contratto di finanziamento.

D’altronde, siamo di fronte a soggetti nuovi chiamati “*prosumer*”¹²⁰ nati con lo sviluppo dell’economia della condivisione¹²¹, figli del fenomeno di de-professionalizzazione che presentano il progressivo superamento della netta distinzione tra produttore e consumatore¹²².

Altra grande differenza rispetto a tutte le ricostruzioni teoriche elaborate dalla migliore dottrina in tema di consenso contrattuale¹²³ è che, nel caso in esame, la volontà negoziale dei contraenti del contratto di finanziamento da una parte risente, come meglio si vedrà in seguito, in modo determinante dell’operato della piattaforma (e

¹¹⁹ Come del resto in tutta la contrattazione finanziaria in generale cfr. M. CIAN, *L’informazione nella prestazione dei servizi d’investimento: gli obblighi degli intermediari*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, vol. 2°, t. I, 2^a ed., Torino, 2011, p. 218 ss.

¹²⁰ Il termine *prosumer* è stato coniato da A. TOFFLER, *The Third Wave*, New York, 1980, edizione italiana, *La terza ondata*, traduzione a cura di L. Berti, Milano, 1987, p. 266 ss., «...*what these people are really doing is shifting some production from Sector B [the "visible economy"] to SectorA [the "invisible economy"]*», p. 267, «*we must expect the price of many services to continue their sky-rocketing climb in the years ahead... [this will] make it increasingly 'profitable' for people to produce for their own consumption*», p. 273. Sul punto cfr. M. MAUGERI, *Elementi di criticità nell’equiparazione, da parte dell’AEEGSI, dei “prosumer” ai “consumatori” e ai “clienti finali”*, in *Nuova Giurisprudenza Civile*, 2015, p. 406 ss.

¹²¹ Cfr. G. SMORTO, T. BONINI, *Shareable! L’economia della condivisione*, Roma, 2017.

¹²² Gli scambi fra i soggetti si svolgono all’interno di una comunità virtuale nella quale si creano relazioni contrattuali che non dovrebbero presentare, almeno in linea teorica elementi di subordinazione.

¹²³ Cfr. R. DI RAIMO, *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003; R. SACCO, *Il contratto*, vol. 1, in *Trattato di diritto civile*, UTET, Torino, 2004; C. M. BIANCA, *Il contratto*, in *Diritto civile*, vol. 3, Milano, 2000; L. MENGONI, *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997, p. 1 ss.

quindi della nuova forma di intermediario), dall'altro necessita ai fini della liceità dell'operazione di un regolamento contrattuale frutto di trattative personalizzate.

Perciò sembrerebbe che il contratto di finanziamento in esame non presenta i caratteri della negoziazione tipica stabilita dal codice civile (o meglio ne presenta solo alcuni), ma non ha neanche quei connotati tipici dei modelli di contrattazione della legislazione finanziaria o consumeristica di derivazione europea, come uno squilibrio strutturale, modalità di conclusione del contratto spersonalizzate o comunque assenza di trattative¹²⁴.

È innegabile del resto che ci troviamo dentro al fenomeno più ampio della “*sharing economy*”¹²⁵ e che tutti i fenomeni riconducibili ad essa propongono un nuovo modello di scambio¹²⁶ attraverso l'utilizzo delle nuove tecnologie non assimilabile né come struttura né conseguentemente come regole applicabili alle modalità di negoziazione precedenti.

Tuttavia, il *social lending* presenta invece delle esigenze di tutela simili all'investitore-risparmiatore tradizionale e al soggetto che ottiene un finanziamento

¹²⁴ Cfr. R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, 2014, p. 9: “a tale scopo, stanti i caratteri delle negoziazioni c.dd. *business to consumer*, è adottata la tecnica esattamente opposta rispetto a quella propria del contratto quale categoria ordinante sia all'origine del diritto privato moderno che a seguito del suo profondo ripensamento mosso dal rapido sviluppo economico e dalle numerose scosse sociali e politiche che segnano la storia dell'Europa nel XX secolo. Registrata l'impossibilità di fondare sul consenso effettivo l'efficacia di contratti connotati da squilibrio strutturale, da asimmetria informativa e da modalità di conclusione spersonalizzate o comunque da assenza di trattative, il legislatore europeo ricorre a sistemi di presunzioni basate sul rispetto di oneri formali e procedurali.” L'autore individua le caratteristiche tipiche dei modelli di contrattazione della legislazione finanziaria o consumeristica di derivazione europea”.

¹²⁵ F. CAPRIGLIONE, *Riflessioni conclusive a margine di un convegno su «Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy»*, in *ApertaContrada*, 2016; V. COMITO, *La sharing economy. Dai rischi incombenti alle opportunità possibili*, Roma, 2016, *passim*; G. SMORTO, *Verso la disciplina giuridica della sharing economy*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2, 2015, p. 245 ss.; AA.VV., *Le politiche della condivisione. La sharing economy incontra il pubblico*, a cura di E. Polizzi, M. Bassoli, Milano, 2016, *passim*; D. DI SABATO, *La prassi contrattuale nella sharing economy*, in *Riv. dir. impr.*, 3, 2016, p. 451 ss.; S. QUADRI, *L'approccio europeo alla sharing economy*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 4, 2016 – Supplemento n. 1, p. 285 ss.;

¹²⁶ G. SMORTO, *I contratti della sharing economy*, in *Foro it.*, 4, 2015, p. 221 ss.; J. FINGLETON, D. STALLIBRASS, *Imprese peer to peer, regolamentazione e concorrenza*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 3, 2015, p. 405 ss.; più in generale sul tema cfr. D. DI SABATO, A. LEPORE (a cura di), *Sharing economy. Profili giuridici*, Napoli, 2018.

attraverso il circuito bancario o para-bancario. Ne consegue che, essendo necessario che la tutela (al momento in assenza di una normativa) passi attraverso il ricorso all'analogia, occorre analizzare e frazionare temporalmente il processo negoziale, stabilire una procedimentalizzazione del consenso a formazione progressiva, graduando le tutele connesse.

Il tutto ovviamente a livello ermeneutico.

Sarà necessario staccarsi dal dover considerare "contraente debole", un soggetto guardando solo le caratteristiche soggettive dello stesso e ci si dovrà focalizzare, invece, sull'oggettiva asimmetria informativa che giustifica l'obbligo di determinate condotte differenti che ogni attore subisce in un diverso momento del procedimento negoziale.

E questo è possibile rimanendo appieno dentro le regole generali dell'ermeneutica e in particolare dell'analogia.

Preliminarmente, è d'uopo qualificare la piattaforma individuando l'effettivo ruolo che svolge, arrivando così a classificare questa nuova forma di intermediazione o meglio questa disintermediazione del credito, stabilendo sia quali siano i comportamenti che la stessa deve avere, sia l'effettiva incidenza della medesima nella manifestazione della volontà, nelle dinamiche del consenso e quindi nella formulazione del regolamento contrattuale.

Del resto, anche nei contratti di finanziamento attraverso il *social lending* l'informazione è alla base della negoziazione, peraltro obbligatoria, e detta informazione passa attraverso il comportamento e la rappresentazione posta in essere dal gestore del portale *online*. Infine, l'applicazione analogica di rimedi dettati da norme settoriali più incisivi delle norme di diritto comune non può che passare dalla predisposizione di obblighi particolari per la piattaforma (che è l'unico soggetto

professionista nell'operazione economica di *social lending*) con dei riflessi importanti anche sulle vicende del contratto tra prestatore e prenditore poiché lo stesso è soggetto ad un collegamento negoziale con i contratti posti in essere tra la piattaforma e i singoli utenti avente ad oggetto il servizio di *lending*.

7. Altre normative applicabili al fenomeno del *social lending* ed ai contratti di finanziamento conclusi attraverso la piattaforma

L'Unione Europea in recenti studi¹²⁷ ha individuato le Direttive ed i Regolamenti applicabili al fenomeno del *social lending*, confermando l'esigenza di applicare (in via analogica) le normative come la MiFID 2, la normativa sul credito al consumo, le norme sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori, ma ha selezionato altresì anche altre normative idonee a regolare altri comunque importanti aspetti del fenomeno, quali il Regolamento GDPR, ovvero il Regolamento (UE) 2016/679¹²⁸, relativo alla protezione delle persone fisiche con riguardo al trattamento dei dati personali nonché alla libera circolazione di tali dati, la IV Direttiva Anti Riciclaggio¹²⁹, ossia la Direttiva (UE) 2015/849, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario ai fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo e la Direttiva sul commercio elettronico, ossia la Direttiva 2000/31/CE del Parlamento europeo e del

¹²⁷ Cfr. A. DELIVORIAS, *Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play*, European Parliamentary Research Service (ERPS), 2017, nonché CONSIGLIO EUROPEO, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni in merito alla possibilità di *Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*, Unione Europea, 2014 (COM/2014/0172 final), cit.

¹²⁸ Cfr. per tutti sul punto F. PIZZETTI, *Privacy e il diritto europeo alla protezione dei dati personali: Il Regolamento europeo 2016/679*, Torino, 2016; G. FINOCCHIARO, *Il nuovo regolamento europeo sulla privacy e sulla protezione dei dati personali*, Zanichelli ed., 2017; A. PISAPIA, *La tutela per il trattamento e la protezione dei dati personali*, Torino, 2018, nonché più in generale sul tema della privacy a contatto con la tecnologia cfr. G. BOSCHETTI, *Telemarketing e rispetto della Privacy nell'era dei social network*, Key ed., 2017.

¹²⁹ Cfr., sul punto, R. D'ARIENZO, F. COLTRO, S. MARINI, *Antiriciclaggio: Teoria e pratica per professionisti*, 2017.

Consiglio dell'8 giugno 2000 relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico¹³⁰, oltre che ovviamente le leggi di diritto interno atte ad attuarle.

Per queste appena elencate è pensabile addirittura un'applicazione diretta delle norme contenute in detta regolamentazione europea essendo presenti nel fenomeno del *social lending* tutti i presupposti individuati dal Legislatore Europeo per l'applicazione delle stesse.

Mentre per altre norme, sempre individuate negli studi sopra riportati, quali la Direttiva 2006/114/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 12 dicembre 2006 concernente la pubblicità ingannevole e comparativa che prevede l'armonizzazione delle pratiche volte a contrastare le pratiche di *marketing* fuorvianti, la Direttiva sulle pratiche commerciali sleali, ossia la Direttiva 2005/29/CE dell'11 maggio 2005 relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato interno e che modifica la direttiva 84/450/CEE del Consiglio e le direttive 97/7/CE, 98/27/CE e 2002/65/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e il regolamento (CE) n. 2006/2004 del Parlamento europeo e del Consiglio e la Direttiva 93/13/CEE del Consiglio, del 5 aprile 1993, concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori in merito alla tutela contro le clausole vessatorie e/o abusive all'interno dei contratti o termini e condizioni stabiliti dalla piattaforma oltre che le conseguenti leggi interne di recepimento, a parere di chi scrive si deve anche qui ricorrere all'utilizzo dell'analogia, mancando o almeno non essendo così definiti ed individuabili *tout court* i presupposti richiesti dalle normative sopra richiamate.

¹³⁰ Nello specifico sono rilevanti gli aspetti relativi al commercio del mercato intero.

Non si può non notare che questo ultimo gruppo di norme, considerate dagli studi sopra menzionati applicabili al fenomeno in discussione, sono una serie di disposizioni a tutela del consumatore o ancora più in generale a tutela del contraente “debole”.

Se è innegabile quindi che quest’ultime possono sicuramente rientrare nella disciplina giuridica del *social lending*, poiché esigenze di tutela simili sono certamente presenti anche in esso, anche per le applicazioni delle medesime¹³¹ però è necessario individuare chi è il consumatore o chi è il contraente debole nel contratto di finanziamento attraverso la piattaforma o come si vedrà in seguito, più precisamente, in che momento della manifestazione del consenso negoziale si ravvede la medesima ratio sottesa alle norme citate, così da consentire l’applicazione analogica di esse, accordando le tutele previste dopo eventualmente aver effettuato il bilanciamento se in contrasto con altri valori in campo.

8. Il ruolo dell’autoregolamentazione e la centralità dell’operato del giudice

Nella realtà pratica del *social lending* diverse piattaforme prevedono un corpo di regole atte a regolare i rapporti¹³² che si instaurano nell’ambito del fenomeno.

Questo sistema di regolamentazione è ascrivibile, come sostenuto in dottrina¹³³, alla c.d. *self-regulation* e nello specifico riguarda le modalità di funzionamento della piattaforma, gli algoritmi utilizzati, i rischi connessi nonché i loro possibili sviluppi.

¹³¹ Così come per le normative individuate nel precedente paragrafo a tutela dell’investitore-risparmiatore e del soggetto finanziato.

¹³³ Regolamento del *marketplace* della piattaforma “Prestiamoci”, <https://www.prestiamoci.it/files/Regolamento-del-Marketplace-20160907.pdf>, Principi Smartika, versione 1/2016, <https://www.smartika.it/static/upload/i-p/i-principi-smartika.pdf> e Condizioni generali di adesione Borsa del credito (nt. 7).

¹³³ In particolare cfr. A. CANEPA, *L’era delle piattaforme fra opportunità e rischi in creditizia*, in *FinTech. Introduzione profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (a cura di) M. T. Paracampo, p. 61.

Viene considerato da chi si è occupato del tema¹³⁴ come un ottimo modo di regolare il fenomeno essendo difficile per il Legislatore intervenire in modo efficace e tempestivo data la velocità di sviluppo di queste attività connesse con la tecnologia.

Il Parlamento europeo, visto il ruolo centrale di questa auto-regolamentazione, in un recente rapporto¹³⁵ ha evidenziato la necessità di maggiore trasparenza su questi aspetti da parte dei gestori delle piattaforme.

Provando a collocare nel nostro ordinamento questi regolamenti che predispongono le piattaforme, l'istituto più simile che troviamo nel panorama finanziario è quello dei regolamenti che disciplinano l'organizzazione e la gestione di ogni mercato regolamentato e non solo.

Questa similitudine è centrale sia perché, come si dirà nel proseguo, può aiutare l'interprete ad individuare il ruolo della piattaforma sia per definire meglio la natura giuridica delle regole che le varie piattaforme si danno e di conseguenza i rimedi in caso d'inadempimento delle stesse.

Sembra pacifico infatti in dottrina¹³⁶ che il regolamento del mercato regolamentato ai sensi dell'art. 64-*quater*, comma 4, T.U.F. è un atto di autonomia privata seppur sottoposto al controllo dell'autorità pubblica, e tale ricostruzione deve essere accordata anche al regolamento posto in essere dai gestori di piattaforme di *social lending*.

Pertanto, se consideriamo detti regolamenti come dei contratti gli stessi avranno i semplici limiti prestabiliti dal diritto dei contratti per l'autonomia privata. Il problema, tuttavia, è che – in assenza anche del controllo dell'Autorità competente, come invece

¹³⁴S.R. MILLER, *First principles for regulating the sharing economy*, in *Harvard Journal of legislation*, 2016, p. 155 ss.

¹³⁵Rapporto del Parlamento europeo, *Online Platform and the digital single market*, 2017.

¹³⁶Per tutti cfr. A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea ed., 2018, p. 140, nonché più in generale sul tema cfr. AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, 2010.

avviene nel caso per regolamenti del mercato regolamentato – le norme pattuite potrebbero non occuparsi minimamente delle istanze di tutela (particolare) che provengono dalle parti rimettendo tutto all'autonomia privata della singola piattaforma.

Il prenditore o il prestatore potrebbero così pur di accedere allo strumento o magari senza accorgersene prestare adesione a contratti che non corrispondono alla loro volontà effettiva.

Inoltre, le modalità di conclusione dei contratti via *web*¹³⁷, la facilità d'accesso allo strumento e la scarsa educazione finanziaria¹³⁸ della platea tipo che utilizza la piattaforma non fa propendere per la sufficienza della sola “*self-regulation*”.

Se ovviamente un sistema di autoregolamentazione rimane senz'altro utile anche per favorire e non bloccare lo sviluppo¹³⁹ del fenomeno sicuramente, come visto, non può essere sufficiente a risolvere i problemi relativi all'asimmetria informativa o comunque a tutelare quelle istanze di tutele per le quali in altri settori il Legislatore italiano e quello europeo sono intervenuti con una legge conferendo al giudice il potere di intervenire nel regolamento contrattuale eventualmente viziato¹⁴⁰ per colmare le lacune presenti o riequilibrare il rapporto contrattuale, restringendo e ridimensionando molto peraltro l'importanza e la centralità dell'autonomia privata dei contraenti, poteri particolari che mai potrebbero discendere da una “*self-regulation*”.

¹³⁷ Uno dei maggiori problemi è connesso al fenomeno chiamato “*Too fast to click decision*” per il quale si rinvia a IOSCO, Research report on financial technologies (FinTech), cit., nel quale si evidenzia la necessità di introdurre previsioni che possano “rallentare” l'assunzione delle decisioni come è avvenuto nella normativa Consob sull'*equity crowd-funding*.

¹³⁸ Sulla necessità di lavorare sull'educazione finanziaria si rinvia a IOSCO, Research report on financial technologies (FinTech), cit., p.74.

¹³⁹ In letteratura da tempo si è analizzato il rapporto tra tecnologia e regolamentazione sul punto cfr. L. BENNET MOSES, *How to think about Law, Regulation and Technology: problems with “technology as a regulatory target*, in *Law, Innovation and Technology*, 2013 p.1 s.; A. BUTENKO, P. LAROUCHE, *Regulation for innovativeness or regulation of innovation?*, in *Tilec Discussion Paper*, 2015, rep. sul sito www.ssrn.com; W.A. KAAL, *Dynamic regulation for innovation*, 2016, rep. sul sito www.ssrn.com; A. STEMLER, *The myth of the sharing economy and its implication for regulating innovation*, 2016.

¹⁴⁰ In proposito sia consentito ancora rinviare a F. DELLA ROCCA, *I poteri del giudice nei contratti posti in essere per la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in corso di pubblicazione.

Si aggiunge, che il corretto funzionamento del mercato del *social lending* non risponde solo a esigenze di stampo privatistico, e pertanto rimesse salvo i casi di asimmetria e tutela del contraente debole all'autonomia privata, ma anche ad esigenze pubbliciste¹⁴¹ come la stabilità del mercato e la tutela del risparmio, che mal si conciliano con una disciplina derivante totalmente da una auto-regolamentazione.

Per questo la sintesi che si potrebbe trovare, come in effetti è già stato sostenuto¹⁴², è nella *co-regulation*, cioè nella combinazione tra la regolazione tradizionale e la "*self-regulation*": un tale modello di regolamentazione avrebbe il vantaggio di intervenire da subito, con rapidità, nascendo direttamente con il fenomeno, operando *ex ante*¹⁴³, di potersi adattare allo sviluppo dello stesso senza però lasciare tutte le tutele all'autonomia privata.

Guardando da un'altra prospettiva sicuramente nel fenomeno del *social lending* esistono esigenze di tutela che impongono un determinato comportamento di tutti gli attori sia in fase precontrattuale sia dopo la stipula dei contratti e quindi nell'esecuzione degli stessi, così come confermato nella proposta di Regolamento Europeo, e le violazioni di quest'ultimi dovranno essere valutate dal giudice in merito all'incidenza della violazione nel regolamento contrattuale, mancando una normativa direttamente applicabile.

Se questo è vero, diviene centrale l'attività del giudice nella valutazione del caso concreto, cioè non solo nella valutazione dell'effettiva incidenza nel regolamento

¹⁴¹ Si veda M. K. BRUNNERMAIER, A. CROCKETT, C. GOODHART, A. PERSUAD, H. S. SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 2009 e A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, in *Journal of Economic Perspectives*, 2011.

¹⁴² C. T. MARSDEN, *Internet co-regulation*, Cambridge, 2011, p. 46 ss., nonché A. CANEPA, *L'era delle piattaforme fra opportunità e rischi in creditizia*, in *FinTech. Introduzione profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (a cura di) M. T. Paracampo, cit., p. 62.

¹⁴³ In assenza di regolamenti stabiliti dalla piattaforma l'intervento sarebbe subordinato alla manifestazione del fenomeno per consentire al legislatore di regolarlo.

contrattuale di abusi derivanti da una cattiva o da un'errata informazione o percezione della stessa o da comportamenti scorretti, ma anche operando il più volte richiamato bilanciamento dei valori.

D'altronde, il ricorso all'interpretazione analogica e il bilanciamento dei valori, nonché l'operazione ermeneutica della suddivisione temporalmente¹⁴⁴ degli stessi, sono delle attività tipiche del giudice¹⁴⁵, le quali non possono prescindere da una valutazione fatta in concreto dal giudicante, il quale vedrà caso per caso se ricorrere all'eteronomia contrattuale accordata.

Infine, la competenza del giudice è quella del giudice ordinario sia perché come visto siamo nell'ambito di rapporti tra privati sia perché non sembrano sussistere i presupposti per ricorrere alle A.d.R.¹⁴⁶, pensate dal Legislatore per accordare una più rapida tutela all'investitore o al finanziato nell'intermediazione tradizionale anche perché le regole procedurali mal si prestano ad un'applicazione analogica¹⁴⁷.

¹⁴⁴ E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, cit., p. 175 ss.

¹⁴⁵ Forse che solo il giudice può fare.

¹⁴⁶ Sui presupposti della sussistenza di legittimazione in capo all'ABF O ACF cfr. R. CARLEO, *L'arbitro bancario-finanziario: anomalia felice o modello da replicare?*, in *Riv. arbitrato*, 2017, p. 21 ss.

¹⁴⁷ Per una rassegna v. A. PIERUCCI, *L'arbitro bancario e finanziario: l'esperienza applicativa*, in *Giur. comm.*, 2014, I, p. 811 ss.

CAPITOLO SECONDO

IL RUOLO DELLA PIATTAFORMA ED I PROFILI DI RESPONSABILITA' DELLA STESSA

Sommario: 1. Il contratto socialmente tipico di servizio di *social lending* – 2. Caratteri distintivi delle piattaforme di disintermediazione creditizia e conseguenze dell'assenza di trattive personalizzate – 3. La piattaforma come *marketplace* e gli obblighi derivanti da detta classificazione – 4. La classificazione delle altre attività connesse: consulente finanziario, esecutore di ordine per conto di clienti e mediatore creditizio – 5. Ulteriori obblighi connessi all'applicazione della disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e di altre norme di settore – 6. Il ruolo della piattaforma nel procedimento negoziale: arbitratore rappresentante o come ufficio di diritto privato – 7. Profili di responsabilità

1. Il contratto socialmente tipico di servizio di *social lending*

Nella ricostruzione del ruolo effettivamente svolto dalla piattaforma, e quindi dal nuovo intermediario del credito, si deve preliminarmente inquadrare il contratto tra la piattaforma e gli utenti – d'ora innanzi identificato anche come contratto di servizio di *social lending* – successivamente si procederà ad indagare come la qualificazione così enucleata incida sul processo negoziale del contratto tra i prenditori e i prestatori.

Quanto al primo aspetto, può escludersi che il contratto tra la piattaforma e gli utenti rientri nel contratto tipico di servizi di pagamento. Nello specifico, la qualifica di Istituto di Pagamento non svolge l'attività effettivamente svolta dall'impresa di social lending poiché non solo la disciplina pensata per gli Istituti di pagamento non è idonea, né adattabile a regolare il fenomeno del *social lending*, essendo stata pensata per altre esigenze, ma è proprio la funzione delle piattaforme (e del relativo contratto) che è completamente diversa e molto più ampia di quella tipica degli Istituti di Pagamento.

Non si può negare che comunque un trasferimento di denaro passa attraverso il gestore della piattaforma; ciò comporta che, sebbene sia esclusa la qualificazione giuridica in termini di Istituto di Pagamento, la piattaforma dovrà comunque adottare anche la forma di Istituto di pagamento con la relativa iscrizione all'Albo o al massimo appoggiarsi ad Istituto di Pagamento esterno.

Come accennato sopra, nella prassi applicativa alcune piattaforme hanno scelto di assumere la forma di intermediari finanziari¹⁴⁸ iscritti nell'albo di cui all'art. 106 T.U.B., sottoponendosi ad un sistema di regole e a controlli più stringenti, ma la mera classificazione dell'impresa di *social lending* come intermediario finanziario non rispecchia pienamente la realtà fattuale del *social lending* né presuppone il rispetto di una serie di regole di condotta e regole sulla formazione del consenso necessarie per gli interessi in gioco.

Innanzitutto, il contratto di servizio di *social lending* è un contratto atipico o più precisamente socialmente tipico¹⁴⁹; notoriamente¹⁵⁰, per individuare la disciplina

¹⁴⁸ Sul punto v. E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, cit.

¹⁴⁹ Potrebbe rientrare anche nella classificazione teorica del contratto nominato, visto che le Disposizioni di Banca D'Italia parlano di *social lending* anche se lo fanno con riferimento a tutto il fenomeno e non solo al contratto tra piattaforma e utente.

applicabile, bisogna andare a verificare quale disciplina relativa ad un contratto tipico maggiormente s'attagli alla fattispecie; qualora questo non sia possibile, invece, si farà ricorso comunque alle regole sui contratti tipici che affrontano problemi affini a quelli posti dal contratto atipico, attraverso il ricorso all'analogia.

Si è immediatamente evidenziata la differenza del contratto di servizio di social lending rispetto agli schemi tipici inizialmente proposti ed adottati per lo stesso (Istituto di Pagamento o Intermediario Finanziario), oltre che la necessità di ridurre l'autonomia privata e prevedere delle regole più in linea con quelle presenti in settori simili del nostro ordinamento, così elaborando diverse ricostruzioni al fenomeno. Il problema di fondo di queste ricostruzioni è che sono troppo ancorate ai vari modelli in concreto utilizzati dalle imprese di *social lending*, facendo addirittura dipendere la classificazione giuridica delle piattaforme dall'attività in concreto svolta.

Ed invero, si è finanche pervenuti a ritenere plausibile una ricostruzione differente del fenomeno a seconda del modello utilizzato dal gestore di *social lending*.

Una volta che si conviene sulla circostanza che non sia presente nel nostro ordinamento una normativa i cui presupposti siano perfettamente coincidenti con la realtà fattuale del fenomeno del *social lending*, né uno schema di contratto tipico di *social lending*, può concludersi che, in assenza di una normativa specifica, sia necessario ricorrere all'analogia. Tuttavia, deve considerarsi che le differenze tra la

¹⁵⁰Cfr. sul tema A. BARENGHI, *Qualificazione e classificazione dei contratti*, in N. Lipari – P. Rescigno (diretto da), A. Zoppini (coordinato da), *Diritto civile – vol. III – Obbligazioni – II – Il contratto in generale*, Giuffrè, Milano 2009, p. 296; C. BARBIERI, *Investimenti atipici*, in P. Cendon (a cura di), *Commentario al Codice Civile – artt. 1321-1342*, Milano 2009, p. 281; M. BUSSANI, P. CENDON, *I contratti nuovi. Casi e materiali di dottrina e giurisprudenza. Leasing, Factoring, Franchising*, Milano, 1989; R. CAFARO, *Il contratto di futures*, in G. Cassano, *I Nuovi Contratti – Analisi delle singole tipologie contrattuali di uso più frequente nei traffici commerciali*, Il Sole 24 Ore, Milano 2006, p. 717; L. VIGONE, *Contratti atipici – Guida ai principali contratti commerciali e finanziari*, Milano, 1998.

normativa (o schema contrattuale) di richiamo e il *social lending* devono essere strutturali ma al massimo secondarie.

Infatti, l'analogia è possibile¹⁵¹ solo se le differenze che esistono tra il fenomeno per cui il Legislatore ha pensato la normativa e la fattispecie da disciplinare in via analogica possano considerarsi di secondo piano. In altri termini, è impossibile ricorrere a normative che disciplinano fenomeni strutturalmente diversi mentre il ricorso all'analogia è consentito quando le differenze tra i fenomeni riguardano solo caratteristiche secondarie, cioè diversità che non sono tali da mutare l'essenza del fenomeno, pur rispondendo alle medesime esigenze di tutela.

Quindi, l'analisi che segue va ad analizzare tutte le possibili ricostruzioni giuridiche del contratto di servizio di *social lending* per vedere quali sono realmente applicabili al fenomeno, focalizzandosi sia sui contratti (e le relative discipline giuridiche) aventi ad oggetto servizi finanziari nell'attività e nei servizi d'investimento rivolti agli investitori¹⁵² sia sui contratti tipici della mediazione creditizia¹⁵³.

Questa duplice direzione è utile a classificare sia il contratto stipulato dalla piattaforma con i prestatori sia quello stipulato dalla piattaforma con i prenditori; nonostante entrambe le tipologie contrattuali siano riconducibili ad una causa comune, presentano delle differenze che non devono essere trascurate.

Prima di procedere, è utile evidenziare i tratti fondamentali del fenomeno del *social lending* in modo da delinearne le caratteristiche essenziali e la base comune da cui muovere per individuare la disciplina di entrambi i contratti di servizio di *social*

¹⁵¹ Cfr., tra gli altri, A. GIULIANI, *Le disposizioni sulla legge in generale gli articoli da 1 a 15*, in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) P. Rescigno, Torino, 1999, p. 428 ss.

¹⁵² Questo per classificare il contratto di *social lending* stipulato tra prestatore e piattaforma.

¹⁵³ Questo invece per classificare il contratto di *social lending* tra prenditore e piattaforma.

*lending*¹⁵⁴ appena sopra nominati. In ogni caso, è possibile fin d'ora rilevare che sussistono tutti i presupposti per l'applicazione delle disposizioni in materia di antiriciclaggio e quelle relative alla normativa *privacy*, da poco oggetto di modifiche¹⁵⁵, al contratto di servizio di *social lending*.

2. Caratteri distintivi delle piattaforme di disintermediazione creditizia e conseguenze dell'assenza di trattive personalizzate

Procediamo quindi con il tratteggiare le caratteristiche fondamentali perché si possa parlare di disintermediazione creditizia o più precisamente di *social lending*: queste sono utili per l'interprete come indicazione per regolare il fenomeno selezionando le normative maggiormente coerenti.

La prima caratteristica che viene in considerazione è l'assenza di un contratto di finanziamento in cui una parte sostanziale è la piattaforma di *social lending*, il cui ruolo può mutare da piattaforma a piattaforma, ma sempre rimanendo dentro questo schema generale. Il contratto di finanziamento si perfeziona tra i prestatori e i prenditori, il rischio di credito grava sul prestatore e non sulla piattaforma, conseguendone che se le modalità in concreto utilizzate sono fuori da questi presupposti, siamo in presenza di altri fenomeni che, al massimo, utilizzano una piattaforma web per svolgere la propria attività, ma non si può parlare di *social lending*.

Ciò è confermato anche dal fatto che tutte le piattaforme rientranti nel concetto di *sharing economy* mettono solo in contatto gli utenti, i quali poi concedono o usufruiscono di servizi predisposti e concessi direttamente dai medesimi.

¹⁵⁴ L'obiettivo è quello di individuare una qualificazione valida sia per i contratti tra prenditori e piattaforma sia per quelli tra piattaforma e prestatori.

¹⁵⁵ V. in proposito quanto è stato sopra descritto.

La seconda invece è la presenza di trattative personalizzate. Una siffatta peculiarità discende direttamente dalle disposizioni del Regolatore come visto e non può essere in alcun modo pretermessa. Infatti, oltre ad essere l'unica fonte positiva di cui è possibile tenere conto, essa si appalesa in continuità con l'essenza del fenomeno: se il prestito avviene tra i prenditori e i prestatori che si mettono in contatto attraverso la piattaforma, la conclusione dello stesso non può che passare da una contrattazione che varia da soggetto a soggetto come tutte le negoziazioni tra privati. Quest'ultimo elemento precipuo serve ad escludere diverse ricostruzioni e diverse normative più volte richiamate merita alcune precisazioni.

Per trattative personalizzate s'intende, secondo l'Autorità, quando i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato, mentre il gestore del portale si limita a svolgere un'attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto.

Pertanto, il Regolatore ammette che la piattaforma abbia un ruolo nella formazione del regolamento negoziale.

Inoltre l'utilizzo del termine "essere in grado di incidere" ci fa pensare che sia sufficiente avere in "astratto" la possibilità di negoziare il contratto da parte di entrambi gli utenti; tuttavia, in concreto ogni utente può far ricorso a qualsiasi figura o strumento esistente nella contrattazione nel diritto privato e finanziario. Ciò che assume importanza è che il singolo utente possa partecipare alla creazione del regolamento di prestito, scegliendo di ricorrere in concreto all'utilizzo di tutte le figure tipiche offerte dal codice (arbitratore, rappresentanza, ufficio di diritto privato) o avvalendosi del

supporto di istituti presenti nelle norme di settore (consulenza finanziaria, l'esecuzione di ordine per conto dei clienti, mediatore creditizio).

In particolare, il carattere che si pone in contrasto con le Disposizioni dell'Autorità è quello dell'oggetto standardizzato. Difatti, nella negoziazione di prodotti "standard" non si possono pattuire disposizioni specifiche "tagliate su misura" per ogni singolo cliente, si può esclusivamente aderire al regolamento predisposto dall'emittente.

Questa è appunto la linea di *discrimen* ipotizzata dal Regolatore.

In sintesi, assume importanza il fatto che l'utente possa incidere sulle condizioni contrattuali; in concreto, le modalità per fare questo sono rimesse all'autonomia privata purché non si rientri nell'ambito dei prodotti finanziari prestabiliti, già "confezionati" dall'emittente senza alcuna trattativa con l'investitore. Il concetto di negoziazione e trattativa paiono infatti in distonia rispetto a quello di prodotto *standard*; diversamente, la scelta da parte degli utenti di ricorrere a diverse modalità per effettuare detta negoziazione può apparire per certi versi compatibile.

Allora, come si vedrà a breve, il ruolo che effettivamente assume la piattaforma nel processo negoziale rientra nella scelta fatta dall'utente per svolgere dette trattative e i vari modelli di *social lending* non sono altro che le varie opzioni di negoziazione alle quali gli utenti possono accedere. Del resto, se così non fosse, si potrebbe riscontrare finanche una qualche forma in contrasto della maggior parte delle piattaforme di *social lending* esistenti con l'ordinamento.

In definitiva, se lo schema adottato in concreto non consente "trattative personalizzate", il fenomeno o rientra in altre tipologia finanziarie di intermediazione o il contratto posto in essere tra le parti è illecito perché contrario ad una norma

imperativa a tutela dell'ordine pubblico economico¹⁵⁶. Con la conseguenza che tutta l'operazione di finanziamento eventualmente svolta viene travolta da detta nullità: la violazione della norma regolamentare integra anche una violazione della norma di legge. Né possono essere sottovalutate conseguenze penali (su tutte, l'esercizio abusivo di raccolta tra il pubblico) ricollegabili a questo tipo di situazione¹⁵⁷.

Infine, la classificazione della piattaforma quale intermediario autorizzato ai sensi dell'articolo 106 T.U.B., non è sufficiente ad evitare le conseguenze sopra esposte. Difatti la raccolta di risparmio tra il pubblico rimane un'attività che l'intermediario iscritto all'Albo *ex art.*106 T.U.B. non può svolgere, essendo riservate solo alle banche.

3. La piattaforma come *marketplace* e gli obblighi derivanti da detta classificazione

La funzione tipica (e principale) della piattaforma è quella di mettere in contatto i prestatori con i prenditori, altro non è che un posto virtuale (*marketplace*¹⁵⁸) dove le due

¹⁵⁶ Sul punto, per tutti, si rinvia in generale a M. RABITTI, *Contratto illecito e norma penale*, Milano, 2000. Nonché cfr. G. B. FERRI, *Ordine pubblico, buon costume e teoria del contratto*, Milano 1970; A. GUARNERI, *Ordine pubblico*, in *Dig. disc. priv.*, XIII, Torino, 1995, *ad vocem*; G. PANZA, *Ordine pubblico I) Teoria generale*, in *Enc. Giur.*, XXII, Roma, 1990, *ad vocem*; P. PERLINGERI, *La personalità umana nell'ordinamento giuridico*, Napoli, 1972; V. ROPPO, *Il contratto*, Milano, 2001, p. 361 ss.; F. ANGELINI, *Ordine pubblico e integrazione costituzionale europea*, Cedam, Padova, 2007; G. BIANCO, *Ordine pubblico economico*, in *Dig. disc. pubbl.*, Aggiornamento, Torino, Utet, 2005.

¹⁵⁷ Nei settori finanziario e bancario l'accesso al mercato è presidiato da norme penali che reprimono l'abusivismo, vale a dire l'esercizio di determinate attività senza preventivo provvedimento autorizzatorio dell'autorità di vigilanza del settore, tenuta a verificare che l'operatore sia in possesso dei requisiti imposti dalla legge a prova della sua affidabilità professionale, patrimoniale e morale. Le disposizioni sono essenzialmente contenute nell'art. 166 del D.Lgs. 24.2.1998, n. 58, Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e negli artt. 130-132 *bis* del D.Lgs. 1.9.1993, n. 385, Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia. Gli artt. 130- 132 T.U.B. prevedono oggi, come è noto, i reati di esercizio abusivo: a) dell'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico¹, contravvenzione punita dal 12.1.2006², con l'arresto da un anno a tre anni e con l'ammenda da euro 12.911 a euro 51.645 (art. 130); b) dell'attività bancaria (raccolta del risparmio ed esercizio del credito), delitto punito, sempre a far tempo dal 12.1.2006, con la reclusione da un anno a otto anni e con la multa da euro 4.130 a euro 10.329 (art. 131).

¹⁵⁸ In tal senso A. CANEPA, *L'era delle piattaforme fra opportunità e rischi in creditizia*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (a cura di) M. T. Paracampo, cit., p. 30.

tipologie di utenti possono incontrarsi. Gli altri servizi accessori non possono stravolgere la natura dell'attività principale per le quali le piattaforme sono state pensate e si tratta di modalità alle quali in concreto l'utente ricorre per svolgere le trattative.

La nuova intermediazione o la disintermediazione si basa proprio sulla creazione attraverso il *web*, di luoghi virtuali nei quali gli utenti possono soddisfare i propri bisogni senza dover ricorrere ad un soggetto terzo istituzionale, il quale appunto si limita a creare solo un mercato virtuale senza esser parte contrattuale negli scambi effettuati in esso.

Quindi, il contratto di servizio di *social lending* ha come causa principale quello di mettere in contatto i prestatori con i prenditori e, pertanto, si devono individuare contratti finanziari tipici che hanno più o meno la stessa funzione. Nel panorama finanziario le figure che più si avvicinano a tale funzione sono quelle appunto dei sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) o dei sistemi organizzati di negoziazione (OTF), escludendo invece i mercati regolamentati che, notoriamente, sono un'attività riservata alle sole società mercato.

Infatti, gli MTF sono piattaforme di negoziazione¹⁵⁹ che permettono l'acquisto e la vendita di strumenti finanziari mediante l'incontro di interessi di negoziazione provenienti da una pluralità di soggetti, in base a regole non discrezionali. Il soggetto che gestisce un MTF non intraprende alcuna operazione per proprio conto, agendo invece quale mera parte interposta tra l'acquirente e il venditore senza assunzione di

¹⁵⁹ In base all'art. 1, comma 5-*octies*, T.U.F.: a) "sistema multilaterale di negoziazione": un sistema multilaterale gestito da un'impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l'incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III.

rischi¹⁶⁰, mentre gli OTF¹⁶¹ si differenziano sia per le categorie di oggetti negoziabili sulle stesse sia per la discrezionalità che caratterizza l'operatività dei gestori.

Il carattere della multilaterale, l'assenza dell'intermediario come parte del contratto di prestito (che avviene tra gli utenti), il regolamento del *marketplace* che governa la negoziazione sono tutti elementi strutturali del *social lending* che sono caratterizzanti anche in questi sistemi di negoziazione. Inoltre, un ulteriore indizio sull'affinità delle tipologie contrattuali è possibile rinvenirlo all'interno del T.U.F. Ivi (v. art. 204) si prevede che “le offerte di acquisto e di vendita di prodotti finanziari effettuate in mercati regolamentati, nei sistemi multilaterali di negoziazione e, se ricorrono le condizioni indicate dalla Consob con regolamento, da internalizzatori sistematici non costituiscono offerta al pubblico di prodotti finanziari né offerta pubblica di acquisto o di scambio ai sensi della parte IV, titolo II”.

Infatti, uno degli elementi necessari perché si possa parlare di *social lending* è che sussistano trattative personalizzate tra gli utenti e, quindi, che l'oggetto negoziato non abbia le caratteristiche della standardizzazione tipiche dell'offerta al pubblico. Tuttavia, lo stesso legislatore ha cura di precisare che i prodotti scambiati nei sistemi di negoziazione non costituiscono offerta al pubblico.

Questo elemento costituisce una (possibile) argomentazione per dimostrare l'applicabilità delle regole dei sistemi di negoziazione al servizio di *social lending*.

Ai fini della nostra analisi l'inquadramento in una delle due categorie non dipende dall'oggetto che in astratto rientrerebbe in entrambi i sistemi, ma dalla discrezionalità

¹⁶⁰ In tal senso P. SFAMENI, A. GIANNELLI, *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, p.142.

¹⁶¹ In base all'art. 1, co. 5-*octies*, T.U.F.: b) “sistema organizzato di negoziazione”: un sistema multilaterale diverso da un mercato regolamentato o da un sistema multilaterale di negoziazione che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a obbligazioni, strumenti finanziari strutturati, quote di emissioni e strumenti derivati, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III.

concessa alla società di gestione di *social lending* e questo deriverebbe dal tipo di modello in concreto utilizzato dalla piattaforma di *lending*.

L'assimilazione del contratto di servizio di *social lending* in uno dei due contratti aventi ad oggetto il servizio di sistemi di negoziazione – in base alla discrezionalità che i vari modelli attribuiscono al gestore di *social lending* – non deve essere sopravvalutata nell'economia del discorso che si sta conducendo. Difatti, in entrambi i sistemi sussistono l'obbligo di garantire regole e procedure trasparenti e non discriminatorie per la negoziazione e gli obblighi di trasparenza *pre e post-trading* in sede di negoziazione, forse con la sola differenza di una disciplina più stringente sul conflitto d'interessi nei sistemi (OTF) ¹⁶².

Viceversa va sottolineato che, per entrambi, i sistemi di negoziazione i soggetti abilitati alla gestione possono essere, oltre alle società mercato, imprese d'investimento e banche debitamente autorizzate, ma, con riferimento alla fattispecie del *social lending*, avendo le Disposizioni di Banca D'Italia stabilito essere sufficiente la qualifica di istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del T.U.B. autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi dell'art. 114-*novies*, co. 4, T.U.B. per operare come imprese di *social lending*, non si deve far ricorso all'analogia per stabilire i requisiti che devono avere i gestori, avendoli stabiliti direttamente il Regolatore.

¹⁶² Cfr. art. 65-*quater*, comma 4, T.U.F: “ Il gestore di un sistema organizzato di negoziazione stabilisce meccanismi volti a impedire che siano eseguiti ordini di clienti nel sistema in contropartita diretta con il gestore o con un'entità dello stesso gruppo del gestore”. Per uno sguardo più in generale sul conflitto d'interesse nella legislazione finanziaria cfr. F. DENOZZA, *I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore “imprenditore di se stesso”*, in AA.VV., *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009.

Pertanto, anche qualora in concreto le piattaforme non rivestano la qualifica d'impresa d'investimento, questo elemento potrebbe non costituire un elemento ostativo.

Inoltre, la qualifica di impresa d'investimento si scontrerebbe con la proposta di Regolamento Europeo che, in modo totalmente ingiustificato, la escluderebbe come qualifica idonea per gestire una piattaforma di *peer to peer lending*.

Permangono, invero, alcune differenze tra i sistemi di negoziazione disciplinati dalla legislazione finanziaria e il fenomeno del *peer to peer lending*, ma si ribadisce che ai fini della presente analisi è sufficiente la semplice assimilazione della figura del contratto di servizio di *social lending* con quella dei contratti di gestione di sistema di negoziazione, per considerare applicabile la disciplina di questi ultimi al contratto di servizio di *social lending* secondo le regole generali previste in materia contrattuale per l'individuazione della disciplina dei contratti atipici.

Procedendo con l'analisi della disciplina applicabile al contratto possiamo individuare con le dovute differenziazioni, negli art. 65-*bis* ss. T.U.F.¹⁶³ e negli art. 31 ss. del Regolamento Mercati le norme base per regolare il fenomeno.

¹⁶³ In particolare ai sensi della normativa richiamata: Il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione dispone di: a) regole e procedure trasparenti che garantiscono un processo di negoziazione corretto e ordinato nonché di criteri obiettivi che consentono l'esecuzione efficiente degli ordini; b) misure per garantire una gestione sana dell'operatività del sistema, compresi dispositivi di emergenza efficaci per far fronte ai rischi di disfunzione del sistema; c) misure atte ad individuare puntualmente e a gestire le potenziali conseguenze negative per l'operatività dei sistemi da essi gestiti o per i loro membri o partecipanti e clienti di eventuali conflitti tra gli interessi del sistema multilaterale di negoziazione, del sistema organizzato di negoziazione, dei loro proprietari, del gestore del sistema multilaterale di negoziazione o del sistema organizzato di negoziazione e il sano funzionamento dei sistemi; d) almeno tre membri o partecipanti o clienti concretamente attivi, ciascuno dei quali con la possibilità di interagire con tutti gli altri per quanto concerne la formazione dei prezzi. 2. Il gestore di un sistema multilaterale di negoziazione o di un sistema organizzato di negoziazione adotta altresì le misure necessarie per favorire il regolamento efficiente delle operazioni concluse nel sistema multilaterale di negoziazione o sistema organizzato di negoziazione e informa chiaramente i membri o partecipanti o clienti delle rispettive responsabilità per quanto concerne il regolamento delle operazioni effettuate nel sistema.

In particolare, la normativa attuale, così come modificata dalla MiFID 2, prevede due regimi informativi: quello di *transaction reporting* che impone obblighi di segnalazione comunicazione particolari¹⁶⁴ e il regime di trasparenza *pre-post trading*.

A parere di chi scrive, solo il secondo è applicabile al fenomeno del *social lending* poiché il primo comporta degli obblighi di comunicazione all’Autorità non soggetti ad applicazione analogica.

Infine si deve far presente che alcune piattaforme si avvalgono di sistemi informatici basati su algoritmi e, in questi casi, si ritengono applicabili le norme sulla negoziazione algoritmica contenute principalmente all’articolo 67- *ter* T.U.F.¹⁶⁵.

4. La classificazione delle altre attività connesse: consulente finanziario, esecutore di ordine per conto di clienti e mediatore creditizio

Il fatto che in diversi modelli concretamente adottati la piattaforma non si limiti ad essere un semplice *marketplace*, ma abbia un ruolo ben più ampio¹⁶⁶, deve richiamare l’attenzione dell’interprete per una più completa classificazione del fenomeno.

I tipi di attività variano da modello a modello e possono portare all’applicazione di altre regole (più stringenti) per gli operatori che si sommano a quelle individuate per il ruolo svolto come *marketplace*. Non a caso, le funzioni aggiuntive che le piattaforme

¹⁶⁴ Sulle ricadute degli obblighi di *Transaction Reporting* d’interesse appare lo studio di P. LIONETTO, M. VIGNUTA, *Alcune riflessioni sui costi del Transaction Reporting nel regime di MIFID II*, in www.dirittobancario.it.

¹⁶⁵ In merito cfr. F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1100 ss.

¹⁶⁶ Infatti, durante la vita del prestito, la piattaforma si occupa anche di gestire il buon esito dei flussi inversi (rimborsi) dai *richiedenti* ai *prestatori*, nonché di fornire ad entrambi la reportistica necessaria. In caso di ritardi o interruzioni nei rimborsi da parte del richiedente, la piattaforma svolge anche la funzione di assistenza ai prestatori nella gestione di quelli che in banca si chiamerebbero “incagli e sofferenze”.

svolgono in concreto, fanno avvicinare il contratto di servizio di social lending anche ad altre tipologie contrattuali presenti nel settore finanziario.

La diversità di modelli non può servire per stravolgere la qualificazione di marketplace e la causa principale del contratto, ma solo ad aggiungere alla normale e necessaria funzione, altre funzioni in concreto svolte dalla piattaforma che però comportano anche la (necessaria) applicazione delle relative discipline.

È utile tuttavia ribadire che simili attività devono essere aggiuntive rispetto alla qualifica di *marketplace* e devono rientrare pur sempre nei limiti cui sopra si accennava senza alterare lo schema di base dell'operazione economica; a tutto concedere, si potrebbe attribuire anche un ruolo di rilievo alla piattaforma nella formazione del regolamento contrattuale del prestito tra i prenditori e i prestatori.

La dottrina¹⁶⁷ che ha seguito il fenomeno ha dato diverse ricostruzioni giuridiche di dette attività, alcune delle quali però non rientrano nei paletti sopra segnati. Sul punto, preliminarmente va ribadito che deve escludersi il richiamo a tutte le tipologie di fondi comuni d'investimento. Con le OICR di credito il legislatore ha dato ingresso a nuovi soggetti nell'erogazione del credito, ma le OICR erogano in proprio il credito e detta caratteristica appare inconciliabile con la natura del contratto di *social lending* che come visto non ha la funzione di erogare in proprio prestiti, ma quella di mettere in contatto le parti.

Anche il richiamo al contratto di servizio di collocamento non appare condivisibile nella misura in cui in quest'ultimo la ricerca della controparte contrattuale ai fini della conclusione delle operazioni di compravendita di strumenti finanziari

¹⁶⁷ E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, cit.

avviene mediante l'offerta degli stessi a condizioni uniformi nei confronti del pubblico ovvero a condizioni standardizzate.

Il carattere standardizzato, come d'altronde abbiamo visto a proposito della normativa sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari, è in contrasto con uno dei punti chiave del fenomeno del *social lending*, cioè con il concetto di trattative personalizzate.

Invece, volgendo sempre lo sguardo al contratto tra piattaforma e prestatore, tra i contratti di servizi e attività d'investimento va pure esclusa la somiglianza del contratto di *social lending* con quello di gestione portafogli o di ricezione e trasmissioni ordini essendo strutturalmente diversi.

Invece tipologie contrattuali simili ai contratti di servizi aggiuntivi che offrono la maggior parte delle piattaforme di *social lending* agli investitori, sempre rientranti tra i servizi e le attività d'investimento, le possiamo trovare, a seconda dei casi, o nel contratto di consulenza finanziaria¹⁶⁸ o in quello di esecuzione di ordini per conto dei clienti¹⁶⁹.

Infatti la piattaforma nella maggior parte dei casi svolge attività di analisi sui prestiti da concedere, differenziando i possibili prenditori in classi di rischio anche attraverso l'analisi del merito creditizio del soggetto da finanziare, attività che fanno pensare alla consulenza. Nello specifico, due elementi ci consentono di parlare di servizio di consulenza: la personalizzazione delle raccomandazioni, quindi che il consiglio è basato su caratteristiche ed esigenze di un determinato investitore, e la determinazione, cioè che lo stesso sia riferito ad un particolare strumento finanziario.

¹⁶⁸ Sul contratto di consulenza finanziaria si rinvia a F. BOCHICCHIO, *Promotore finanziario e consulenza finanziaria: non solo distribuzione*, in *Dir. ed econ. assic.*, 2002, p. 255 ss.; A. CAMEDDA, *L'attività di consulenza finanziaria tra autonomia e propedeuticità ai contratti di investimento. (Una questione in tema di responsabilità civile dell'intermediario)*, in *Resp. civ. prev.*, 2012, p. 2045 ss.

¹⁶⁹ Cfr., in argomento, P. IEMMA, N. CUPPINI, *La negoziazione per conto proprio e l'esecuzione di ordini per conto dei clienti*, in *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, II ed., Ipsa ed., 2016, p. 433 ss.

Entrambi i requisiti sono presenti in molte realtà del fenomeno di *peer to peer lending*. Analogo discorso può condursi per l'esecuzione di ordini per conto dei clienti. Infatti, detta attività è definita come quella che comporta la conclusione di accordi di acquisto e di vendita di uno o più strumenti per conto di clienti, compresa la conclusione di accordi per la sottoscrizione di una compravendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da una banca al momento della loro emissione. In tale attività, l'intermediario – diversamente da quanto accade nelle concessioni in conto proprio – non impegna posizioni proprie e, dunque, l'effetto dell'operazione non ricade sul suo patrimonio.

Questo primo elemento è determinante per ritenere lo schema contrattuale, previsto per l'istituto dell'esecuzione di ordini per conto dei clienti, assimilabile al contratto di servizio di *social lending* poiché, come detto, uno dei requisiti essenziali di quest'ultimo è l'assenza degli effetti patrimoniali derivanti dalla concessione del prestito sul patrimonio della piattaforma.

Inoltre, nel caso dell'esecuzione di ordini, le singole transazioni sono personalizzate e non hanno ad oggetto prodotti *standard*, pertanto detta tipologia contrattuale presenta entrambe le caratteristiche strutturali del contratto di servizio di *social lending*.

Molte delle piattaforme svolgono un ruolo assimilabile al contratto di esecuzione ordini poiché in molte di esse la concessione di finanziamento passa comunque per un ordine di acquisto impartito alla piattaforma.

Si differenzia da altre fattispecie – che vedremo tra poco – quali l'arbitraggio, la rappresentanza o l'ufficio di diritto privato perché quest'ultime incidono direttamente sul processo negoziale del contratto di concessione del finanziamento tra prenditori e

prestatori, mentre l'ulteriore fattispecie assimilabile all'esecuzione di ordini rientra tra le ulteriori attività del contratto di servizio di *social lending* e soprattutto è limitata allo svolgimento di un servizio di acquisto che la piattaforma pone in essere senza avere alcun ruolo discrezionale e senza incidere nella formazione del consenso del contratto di prestito.

Queste affinità, sommate al fatto di poter considerare l'oggetto del social lending uno strumento finanziario, portano a ritenere applicabile al contratto di servizio di *social lending*, quando in concreto contiene anche queste ulteriori attività, il complesso di regole di comportamento di portata generale applicabili ai servizi e attività d'investimento.

Infatti, seguendo l'opinione prevalente¹⁷⁰, il rapporto contrattuale che intercorre tra il gestore del sistema di qualsiasi “*trading venues*” e i partecipanti allo stesso non comporta l'applicazione di quelle regole di condotta di carattere generale previste per gli altri servizi di investimento e, se questo è vero, dette regole generali di condotta non sono neanche applicabili al contratto di servizio di *social lending* qualora la piattaforma si limitasse ad essere un semplice *marketplace*.

Mentre le ulteriori attività poste in essere concretamente dalla piattaforma portano l'interprete a dover guardare, sempre in via analogica, per la ricerca delle disciplina prevista per la tipologia contrattuale più simile al contratto di servizio di *social lending*, anche ad altre tipologie di contratti rientranti nei servizi e attività d'investimento come la consulenza finanziaria e l'esecuzione di ordini per conto dei clienti per le quali, invece, sono previste l'applicazione sia delle regole generali di condotta previste per i

¹⁷⁰ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit.

servizi e le attività d'investimento, sia delle regole specifiche previste per il singolo servizio chiamato in causa.

La figura della piattaforma di *peer to peer lending*, nella maggior parte dei casi, si pone quindi in una zona di confine tra le regole di prestazione dei servizi di intermediazione e quelle dettate per il funzionamento del mercato, svolgendo al contempo il ruolo sia di intermediario sia di mercato.

In particolare, se quindi la piattaforma svolge ulteriori attività riconducibili alle tipologie contrattuali sopra individuate, si devono ritenere applicabili al contratto di servizio di *social lending* i cosiddetti criteri generali contenuti nell'art 21 T.U.F.¹⁷¹ e le norme relative ai contratti *ex art. 23 T.U.F.*¹⁷².

Si fa notare che dette regole rispondono alle esigenze di tutela di investitori che accedono alla consulenza finanziaria o al servizio di esecuzione di ordini per i clienti e le medesime esigenze si ravvedono nell'investitore che sceglie il *social lending*.

Oltre alle regole generali previste per ogni servizio e attività d'investimento, a seconda dei casi, si ritiene corretto richiamare le aggiuntive regole dettate per il singolo servizio (consulenza o esecuzione di ordini per conto dei clienti).

Inoltre quando sono ravvisabili elementi per classificare l'attività della piattaforma anche come consulenza finanziaria è la regola della c.d. "adeguatezza" a doversi applicare al contratto di servizio di *social lending*, mentre quando il servizio

¹⁷¹ Per un commento all'art. 21 T.U.F. si vedano, *ex multis*, G. ALPA, *Commento sub art. 21*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa, F. Capriglione, Padova, tomo I, 1998; M. MIOLA, *Commento sub art. 21*, in AA.VV., *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, I, Torino, 2002.

¹⁷² Per un commento all'art. 23 T.U.F. si vedano, tra gli altri, G. ALPA, *Commento all'art. 23*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, tomo I, 1998; F. GUARRACINO, *Commento all'art. 23 t.u.f.*, in AA.VV., *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di G. Alpa, P. Zatti, Padova, tomo II, 2004; L. PICARDI, *Commento sub art. 23*, in AA.VV., *Testo Unico della finanza. Commentario* diretto da G. F. Campobasso, I, Torino 2002.

consiste nella mera esecuzione degli ordini del cliente si applicano le semplificazioni della modalità “*execution only*”.

Infine, come analizzato nel primo capitolo, la natura dell’investitore come “clienti al dettaglio” comporta l’applicazione della graduazione massima delle regole di condotta. Volgendo invece lo sguardo al contratto tra piattaforma e prestatore è la figura del mediatore creditizio (tra cui è compresa anche l’attività di consulenza) quella che più ci si avvicina.

Come è stato sostenuto in dottrina¹⁷³, le due obiezioni principali a detta ricostruzione sono rappresentate dal fatto che i mediatori creditizi mettono in contatto possibili soggetti da finanziare solo con banche o intermediari finanziari previsti dal Titolo V e i prestatori che accedono alla piattaforma di *lending*, nella maggior parte dei casi, sono soggetti non professionisti¹⁷⁴; in secondo luogo, l’attività di mediatore deve essere svolta in via esclusiva, salva la possibilità di svolgere attività strumentali e connesse.

Siffatte obiezioni non rappresentano, tuttavia, un ostacolo per l’applicazione della relativa normativa al contratto di *social lending* in quanto il richiamo a detta disciplina non è per un applicazione diretta della stessa, ma in via analogica. Ai fini della nostra analisi, la normativa serve solo per stabilire una disciplina da richiamare in via analogica per il contratto atipico di *social lending* e, pertanto, è sufficiente individuare la disciplina del contratto tipico che maggiormente gli si avvicina, ed il contratto di

¹⁷³ In tal senso E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 63 ss.: “resta da considerare che l’attività di messa in contatto di finanziatori con richiedenti prestiti potrebbe eventualmente portare a ricondurre le piattaforme alla figura del mediatore creditizio. Tuttavia, essendo quest’ultimo «il 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» (art. 128-*sexies*, comma 1°, T.U.B.), la relativa disciplina verrebbe in gioco solo nel caso in cui i prestatori-utenti siano banche o intermediari finanziari non bancari”.

¹⁷⁴ È solito nella prassi far firmare una dichiarazione di non professionalità nella concessione di credito.

mediatore creditizio presenta sicuramente una struttura contrattuale molto simile a quella tra la piattaforma e i prestatori.

In ogni caso le regole dettate per il contratto di mediatore creditizio risolvono problemi affini a quelli posti dal contratto atipico di *social lending*; si potrebbe così condividere il ricorso all'analogia.

Tale interpretazione analogica comporta l'applicazione di tutta la normativa bancaria sulla trasparenza delle condizioni contrattuali e dei rapporti con i clienti contenuta nel Titolo VI Capo I del T.U.B.¹⁷⁵: non pare dubitabile che dette norme si estendono anche al servizio di mediatore creditizio.

In ogni caso, se come nella maggior parte dei casi il soggetto che chiede il finanziamento è un consumatore, bisogna considerare anche la disciplina – ancora più stringente – prevista per il credito ai consumatori contenuta nel Titolo VI Capo II del T.U.B.

5. Ulteriori obblighi connessi all'applicazione della disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e di altre norme di settore

Alla ricostruzione giuridica fin qui svolta vanno aggiunte tutte le prerogative derivanti dall'applicazione anche della normativa sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari che, come noto, accorda tutele maggiormente incisive al contraente debole¹⁷⁶.

¹⁷⁵ Infatti detta normativa è pacificamente estesa anche ai mediatori creditizi (art.128-*decies* T.U.B.): cfr. in tal senso P. BONTEMPI, *Diritto bancario e finanziario*, 2016; nonché F. SARTORI, *Il mediatore creditizio: profili di disciplina*, in *Rivista di diritto bancario*, 2006.

¹⁷⁶ S. AMOROSINO, C. RABITTI BEDOGNI (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004.

Infatti, i presupposti per l'applicazione di dette regole sono sicuramente presenti, forse anche in via diretta, nel fenomeno del *social lending*.

In particolare, la relativa disciplina si applica alla commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori anche quando una delle fasi della commercializzazione comporta la partecipazione, indipendentemente dal suo stato giuridico, di un soggetto diverso dal fornitore¹⁷⁷.

Pertanto, i quattro elementi chiave sono: a) la commercializzazione a distanza; b) la commercializzazione di servizi finanziari; c) la commercializzazione rivolta ai consumatori; d) la possibilità della partecipazione alla commercializzazione di un soggetto diverso dal fornitore.

Il primo elemento è sicuramente centrale nel contratto di servizio di *social lending*, essendo la commercializzazione attraverso *internet* una delle più importanti modalità di commercializzazione a distanza per la quale è stata pensata la normativa dal Legislatore.

Inoltre, la definizione di contratto a distanza¹⁷⁸ si caratterizza per l'elemento dell'organizzazione, escludendo dal perimetro di applicazione della norma il contratto concluso occasionalmente, caratteristica quella dell'organizzazione sicuramente rinvenibile nella struttura organizzativa della piattaforma.

Sempre secondo l'orientamento prevalente in dottrina¹⁷⁹, altro elemento caratterizzante del contratto a distanza è l'esclusività delle tecniche di comunicazione a distanza, caratteristica altresì certa nella contrattazione inerente al fenomeno del *social lending*.

¹⁷⁷ In tal senso F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, cit., pp. 200-201.

¹⁷⁸ Cfr. V. SANGIOVANNI, *Il diritto di recesso nella commercializzazione a distanza di prodotti finanziari*, in *Contratti*, 2009, p. 411 ss.; V. SANGIOVANNI, *L'informazione del consumatore nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, cit.

¹⁷⁹ Lo stesso anche se esiste un'interpretazione meno rigida.

La nozione di servizi finanziari è molto ampia rientrandoci sia i servizi e attività d'investimento sia le attività bancarie.

Il terzo elemento è anch'esso presente nella maggior parte delle tipologie di *peer to peer lending*, specialmente nel *peer to peer lending consumer*¹⁸⁰.

Infine, la possibilità di applicare la norma anche quando la negoziazione avviene attraverso la partecipazione di un soggetto diverso dal fornitore risulta essere molto importante ai fini del nostro discorso in quanto è perfettamente in linea con la struttura del fenomeno del *social lending*.

Per le considerazioni svolte sopra si deve ritenere applicabile al fenomeno in commento la disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari con delle dovute precisazioni in merito al diritto di recesso che non dovrebbe trovare applicazione rientrando, qualora classificassimo l'oggetto commercializzato nel *social lending* come valore mobiliare, nelle ipotesi di esclusione ai sensi dell'art. 67-*duodecies* codice del consumo. In conclusione, la disciplina del contratto di servizio di *social lending* si compone di tre "strati" normativi.

Il primo è rappresentato dalla normativa dettata per i sistemi di negoziazione ed è applicabile in ogni tipologia di *social lending* sia per il contratto tra prestatore e piattaforma che per quello tra prenditore e piattaforma; il secondo si articola da un lato relativamente al contratto tra prestatore e piattaforma richiamando i criteri generali sui servizi ed attività di investimento, nonché a seconda dei casi le specifiche discipline dettate per i singoli servizi (consulenza finanziaria o esecuzione di ordini per conto del

¹⁸⁰ Anche se negli ultimi anni è sempre più sentita l'esigenza di equiparare le microimprese al consumatore accordandogli la medesima tutela (in tal senso F. TRUBIANI, *La microimpresa dentro e fuori il Codice del consumo*, in *Studium iuris*, 2016, p. 998 ss.; ID., *Clausole vessatorie nella contrattazione d'impresa e tutela privatistica della microimpresa*, in R. Carleo (a cura di), *Problemi del contratto e diritto privato europeo. L'esperienza della Spagna*, Napoli, 2014, p. 127 ss.) e, se così fosse, la normativa in commento sarebbe applicabile anche alle tipologie del *peer to peer lending business*.

cliente), e dall'altro con riferimento al contratto tra prestatore e piattaforma chiamando in causa la normativa attinente al mediatore creditizio (e quindi il coinvolgimento delle norme bancarie e quelle sul credito al consumo).

Questi richiami sono validi per la maggior parte delle piattaforme presenti sul mercato, anche se non per tutte visto che dipendono dai servizi aggiuntivi che i gestori offrono in concreto.

Infine, l'ultimo "strato" è rappresentato dalla disciplina sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari che è applicabile in tutte le piattaforme operanti sia ai contratti tra prestatori e piattaforma sia a quelli tra prenditori e piattaforma.

A queste normative vanno, inoltre, aggiunte le disposizioni sulla pubblicità ingannevole e comparativa tese a contrastare le pratiche di *marketing* fuorvianti, quelle sulle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori e quelle relative alle clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori in merito alla tutela contro le clausole vessatorie e/o abusive.

6. Il ruolo della piattaforma nel procedimento negoziale: arbitratore, rappresentante o ufficio di diritto privato

Fino a questo momento ci siamo appunto occupati di classificare la tipologia contrattuale che la piattaforma stipula con i singoli utenti per il servizio svolto, che abbiamo chiamato "contratto di servizio di *social lending*".

È innegabile che nella maggior parte dei casi la piattaforma arriva ad avere un ruolo ancora più ampio incidendo direttamente anche nel processo negoziale finalizzato alla stipula del contratto di prestito tra i prestatori e i prenditori, non limitandosi perciò a svolgere il ruolo ad essa attribuito sulla base del contratto di servizio di *social lending*.

In altre parole, ovviamente il servizio prestato dalla piattaforma¹⁸¹ ha sempre un suo riflesso indiretto e tramite il collegamento negoziale sull'attività negoziale del contratto di finanziamento tra i prenditori e i prestatori (specialmente nei modelli in cui è rinvenibile anche un'attività di consulenza da parte dell'impresa di *social lending*), ma nell'ipotesi di base rimane sempre a questi ultimi il potere negoziale di scegliere il soggetto con cui concludere il contratto o di determinare il regolamento contrattuale. Tuttavia, va anche considerato che dall'analisi specifica delle varie tipologie presenti sul mercato emerge come la piattaforma in molti altri casi determini essa stessa elementi importanti – o addirittura centrali – del contratto di finanziamento tra i prestatori e i prenditori i cui effetti si ripercuotono ovviamente nel patrimonio delle parti¹⁸² e non della piattaforma.

Effettivamente, nella pratica la piattaforma arriva a predisporre la bozza del regolamento contrattuale del contratto di finanziamento tra il prestatore e il prenditore, determinandone le condizioni contrattuali o addirittura – come avviene nel modello diffuso – è la stessa piattaforma, secondo alcune indicazioni che ha ricevuto dal prestatore, a scegliere il soggetto da finanziare.

Fino ad arrivare alla variante c.d. “*auto-bid*” nella quale le piattaforme si servono di sistemi automatici di diversificazione che consentono la suddivisione della somma messa a disposizione dai prestatori in piccole quote allocate tra numerose richieste in base ad algoritmi che tengono generalmente conto delle esigenze dell'investitore.

Allora, se si aderisce alla tesi secondo cui il Regolatore ha ritenuto sufficiente per non considerare il fenomeno come raccolta al pubblico la mera possibilità di incidere sul regolamento contrattuale da parte delle parti, lasciandole però libere in pratica di

¹⁸¹ Come del resto accade per ogni intermediario finanziario tradizionale.

¹⁸² Si intende dei prestatori e dei prenditori.

scegliere le modalità operative attraverso cui portare a compimento le trattative personalizzate, possiamo a qualificare queste ulteriori funzioni attribuite nella realtà quotidiana al gestore, innanzitutto come lecite, provando in secondo luogo a classificarle utilizzando i normali strumenti di diritto privato¹⁸³.

L'analisi giuridica di questi ulteriori funzioni della piattaforma è davvero centrale nella ricostruzione del fenomeno, e nell'analisi che segue si proverà sempre a rimanere comunque dentro quelle caratteristiche essenziali del fenomeno in commento, così come sopra individuate, senza che neanche queste ulteriori funzioni possano snaturare o mutare l'essenza attribuita alla piattaforma di *marketplace*¹⁸⁴, attribuendo alle stesse quindi il ruolo di semplici funzioni aggiuntive, pur giocando un ruolo essenziale nel regolamento contrattuale di finanziamento.

E la prova di questo può rinvenirsi nel fatto che esistono tipologie che prevedono il ricorso a dette modalità e altre che non lo prevedono, come addirittura nella stessa piattaforma si può optare per concedere questo ruolo al gestore dell'impresa di *social lending* o meno.

Il primo istituto del codice civile che può considerarsi, analizzando la prassi contrattuale del fenomeno del *social lending*, è quello dell'arbitraggio¹⁸⁵.

¹⁸³ In parole semplici, per ritenere lecite queste modalità bisogna pensare che sia stata direttamente la parte a delegare la piattaforma a svolgere per suo conto la trattativa personalizzata per stipulare il contratto di finanziamento.

¹⁸⁴ Cosa che invece è stata fatta come già visto da parte della dottrina che ha legato la natura giuridica alle attività poste in essere concretamente dalla piattaforma: sul punto si veda l'analisi che è stata svolta nel primo capitolo.

¹⁸⁵ Cfr. sulla nozione e sul contenuto essenziale della figura dell'arbitraggio: M. VASETTI, voce *Arbitraggio*, in *Noviss. dig. it.*, I, Torino, 1958, p. 824; A. CATRICALÀ, voce *Arbitraggio*, in *Enc. giur.*, Roma, 1988, p. 1 ss.; F. GALLO, voce *Arbitrio del terzo (disposizioni rimesse all')*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, I, Torino, 1989, p. 414 ss.; E. GABRIELLI, voce *Arbitraggio*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, Aggiornamento, I, Torino, 2003, p. 125 ss.; A. FICI, voce *Contratto incompleto*, in *Dig. disc. priv.*, - *Sez. civ.*, Aggiornamento, I, Milano, 2007, p. 416; R. SACCO, voce *Determinatezza dell'oggetto del contratto*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, Milano, 2010, p. 529 ss. In particolare, fra le opere monografiche: G. SCHIZZEROTTO, *Arbitrato improprio e arbitraggio*, Milano, 1967, p. 40 ss.; G. ZUDDAS, *L'arbitraggio*, Napoli, 1992, p. 1 ss.; F. CRISCUOLO, *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995, p. 11 ss.; A. BARENGHI, *Determinabilità e determinazione unilaterale del*

Infatti, laddove le parti nell'esercizio della propria libertà di autodeterminazione negoziale scelgono di rimettere ad un terzo, esterno al negozio, la facoltà di determinare un elemento del contratto siamo in presenza ai sensi dell'articolo 1349 c.c. della figura dell'arbitraggio.

Nel contratto di finanziamento tra i prenditori ed i prestatori le parti, attribuendo la facoltà alla piattaforma di determinare meglio condizioni contrattuali, non fanno altro che ricorrere alla figura contrattuale tipica dell'arbitratore e la disciplina dettata per quest'ultima¹⁸⁶.

I limiti al ricorso a questa figura sono quelli propri della stessa, cioè quello implicitamente ricavabile dall'articolo 1349 codice civile; in pratica, le parti possono anche non porre alcun limite alla facoltà di scelta dell'arbitratore, ma qualora le stesse scelgano che la determinazione ad opera della piattaforma avvenga attraverso il ricorso

contratto, Napoli, 2005, p. 1 ss. Nonché i contributi di: G. SCADUTO, *Gli arbitratori nel diritto privato*, in AUPA, XI, 1923, p. 6 ss.; F. CARNELUTTI, *Arbitri e arbitratori*, in *Studi di dir. processuale*, Padova, 1925, p. 53 ss.; R. SCOGNAMIGLIO, *Dei contratti in generale. art. 1321- 1352*, in *Commentario del cod. civ. Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1970, p. 377; G. MARANI, *In tema di arbitrato, arbitraggio, perizia contrattuale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1983, p. 615; L. BIGLIAZZI GERI, U. BRECCIA, F. BUSNELLI, U. NATOLI, *Diritto civile, 1.2, Fatti e atti giuridici*, Torino, 1987, p. 695 ss.; E. FAZZALARI, *Arbitrato e arbitraggio*, in *Riv. arb.*, 1993, p. 583 ss.; ALPA G., R. MARTINI, *Oggetto e contenuto*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, *Il contratto in generale*, III, Torino, 1999, p. 369 ss.; F. SANTINI, N. BORTOLUS, *I contratti in generale*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di P. Cendon, VI, Torino, 2000, p. 144 ss.; G. VILLA, *La determinazione mediante arbitraggio*, in *Studium Iuris*, 2001, pp. 850 ss.; E. GABRIELLI, *Contratto completo e clausola di arbitraggio*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II, p. 291 ss.; ID., *Il contratto di arbitraggio*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, *I contratti di composizione delle liti*, II, Milano, 2005, p. 1143 ss.; ID., *Il contenuto e l'oggetto*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, *I contratti in generale*, I, Milano, 2006, p. 813 ss.; G. GITTI, *Problemi dell'oggetto*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, II, Milano, 2006, p. 35 ss.; F. GALGANO, *Trattato di diritto civile*, II, Padova, Cedam, 2010, p. 236 ss. Fra i commenti all'art. 1349 cod. civ. si vedano: V. SANTORO, in *Commentario al codice civile*, diretto da P. Cendon, IV, sub art. 1349, Torino, 2001, p. 547 ss.; M.B. CHITO, *Della mediazione*, in *Codice civile*, a cura di P. Rescigno, I, Milano, 2008, p. 2472 ss.; F. CRISCUOLO, in *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di P. Perlingieri, Napoli, 2010, p. 587 ss.; M. FACCIOLI, in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian, A. Trabucchi, sub art. 1349, Padova, 2011, p. 1416 ss.

¹⁸⁶ Copiosa è anche la giurisprudenza sul punto cfr. Cass., 30 giugno 2005, n. 13954, in *Foro it.*, 2006, I, p. 482; Trib. Bergamo, 18 maggio 2005, in *Giur. merito*, 2005, 12, p. 2587; Cass., 25 giugno 1983, n. 4364, in *Rep. Foro it.*, 1983, voce «Arbitrato», n. 121; Cass., 29 aprile 1983, n. 2949, in *Rep. Foro it.*, 1983, voce «Contratto in genere», n. 164; Cass., 11 febbraio 1976, n. 446, in *Rep. Foro it.*, 1976, voce «Arbitrato», n. 17; Cass., 6 aprile 1973, n. 961, in *Rep. Foro it.*, 1973, voce «Arbitrato», n. 14; Cass., 23 settembre 1964, n. 2404, in *Rep. Foro it.*, 1964, voce «Arbitrato», n. 36.

all'equo apprezzamento (*arbitrium boni viri*), devono fornire al gestore dell'impresa di *social lending* un sufficiente grado di determinatezza per consentirgli di procedere.

In termini pratici, gli utenti devono comunque fornire indicazioni di fondo come, per esempio, la durata massima, il rendimento atteso utili alla piattaforma per compiere la determinazione in oggetto.

Quando, invece, il ruolo della piattaforma è ancora più ampio a tal punto da individuare addirittura la controparte o meglio le controparti (atteso che spesso per diversificare il rischio si frammenta il prestito in diverse quote da concedere a diversi prenditori) che il prestatore deve finanziare attraverso il contratto di prestito, allora l'istituto giuridico di riferimento è la rappresentanza, e lo schema contrattuale a cui guardare è quello della procura o del mandato con rappresentanza.

Ovviamente, la ricostruzione del fenomeno in questi termini comporta che per individuare le regole per la formazione del consenso e per eventuali suoi vizi bisogna guardare alla disciplina particolare dettata in tema di rappresentanza¹⁸⁷.

Negli ultimi anni autorevole dottrina¹⁸⁸ ha ridefinito la funzione dell'intermediario finanziario ravvisando in esso un ruolo molto più ampio rispetto agli schemi codicistici del contratto, quale esclusivo modello di esercizio del potere di autoregolamentazione privata, qualificandola come ufficio di diritto privato¹⁸⁹.

Aderendo a tale orientamento si potrebbe dare una classificazione diversa al ruolo della piattaforma quando effettivamente la stessa incide direttamente nella formazione

¹⁸⁷ Sulla rappresentanza negoziale la letteratura giuridica è amplissima; qui valga richiamare solamente alcuni contributi con la precisazione che trattasi di elencazione esaustiva: M. GRAZIADEI, R. SACCO, *Sostituzione e rappresentanza*, in *Dig. disc. priv.*, Utet, 1998, *ad vocem*; S. PUGLIATTI, *Programma di un corso introduttivo sulla rappresentanza*, in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965; U. NATOLI, *La rappresentanza*, Milano; V. DE LORENZI, *La rappresentanza*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2012.

¹⁸⁸ Il riferimento è specialmente a R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.

¹⁸⁹ Cfr. D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti*, Milano, 2014, p. 3 ss.

del regolamento di prestito, più in linea con la legislazione finanziaria moderna e sicuramente più dentro all'interpretazione funzionale contemporanea¹⁹⁰ e quindi al contesto di riferimento; considerando pertanto la piattaforma nell'esercizio di queste funzioni aggiuntive come ufficio di diritto privato.

Questa linea ermeneutica¹⁹¹, sicuramente corretta per la funzione dell'intermediario classico, lo è ancora di più applicata al ruolo particolare della piattaforma e quindi al ruolo del nuovo intermediario (o meglio dell'intermediario 2.0¹⁹²), poiché quest'ultimo, in molte sue varianti, ha un ruolo davvero incisivo nel processo negoziale del contratto tra gli utenti.

Questo comporterebbe che il suo agire nella formazione del regolamento contrattuale dovrà essere orientato sia nell'interesse del cliente sia per l'integrità dei mercati¹⁹³ non potendo quindi considerare la sua attività come esercizio incondizionato di libertà negoziale concessa dalle parti¹⁹⁴.

Questa ricostruzione avrebbe il merito di prevenire anche possibili critiche di azzardo morale (v. *supra*).

Come si vedrà meglio nel terzo capitolo la ricostruzione della figura non ha valenza esclusivamente teorica; la possibilità di ricondurre lo schema contrattuale in concreto adottato ad una delle tre figure comporta l'applicazione di regole diverse

¹⁹⁰ Sull'interpretazione funzionale del contratto v. *amplius* L. BIGLIAZZI GERI, *L'interpretazione del contratto*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2013.

¹⁹¹ Una esauriente ricostruzione è offerta da R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.

¹⁹² Si badi che detta ricostruzione, con tutte le conseguenze che vedremo, è applicabile anche alle piattaforme di *equity crowdfunding*.

¹⁹³ In generale, sull'incidenza dell'interesse pubblico nella negoziazione privata cfr. P. PERLINGERI, *L'incidenza dell'interesse pubblico sulla negoziazione privata*, in *Rass. dir. civ.*, 1986; R. DI RAIMO, *Il "diritto privato" delle funzioni pubbliche: note sui più recenti sviluppi di una tendenza*, in *Studi in memoria di V. E. Cantelmo*, Napoli, 2003.

¹⁹⁴ Cfr. R. DI RAIMO, *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014, p. 1112 ss.

quanto alla corretta manifestazione del consenso negoziale nel contratto di finanziamento, i vizi dello stesso e, in caso quest'ultimo fosse viziato, l'ampiezza delle tipologie idonee a causare l'invalidità, varierebbe da figura a figura.

L'inquadramento in un istituto piuttosto che in un altro comporta anche il sorgere o meno di particolari obblighi di comportamento per la piattaforma nello svolgimento delle attività in commento.

Infatti, l'inquadramento nell'ambito della figura dell'arbitratore non comporterebbe per la piattaforma – limitatamente allo svolgimento di questo ruolo aggiuntivo – il sorgere di un obbligo di condotta particolare e le scelte sarebbero rimesse, a seconda dei casi, o al mero arbitrio o all'equo apprezzamento della stessa.

Allo stesso modo considerarla un semplice rappresentante, ad eccezione delle limitazioni derivanti da eventuali indicazioni date dall'utente nell'atto di conferimento dei poteri rappresentativi, lascerebbe alla singola piattaforma la libertà di agire con riflessi sull'eventuale impugnativa del vizio negoziale.

In altre parole, una ricostruzione del ruolo attraverso un inquadramento nell'ambito di istituti tipici del diritto dei contratti – ad eccezione dei limiti dettati dall'applicazione di clausole generali come la buona fede – lascia un raggio d'azione alla piattaforma talmente ampio da apparire non in linea con gli schemi della contrattazione finanziaria dove si trovano soggetti che non rispondono ai caratteri di capacità e libertà¹⁹⁵.

Diversamente, la ricostruzione come ufficio di diritto privato farebbe sorgere per la piattaforma tutti gli obblighi di condotta sanciti dall'art. 21 T.U.F. come per qualsiasi

¹⁹⁵ In tal senso cfr. R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.

intermediario¹⁹⁶, nonché le sue scelte sarebbero ancorate ad un agire funzionale, legato appunto allo *status* di ufficio di diritto privato¹⁹⁷.

In questo modo, come abbiamo già detto, la piattaforma dovrà agire nello stesso tempo sia nell'interesse del cliente che per l'integrità del mercato; pertanto, l'esercizio da parte della stessa della libertà negoziale, concessale dalle parti per formare il regolamento del contratto di prestito, non sarà un esercizio incondizionato: il giudice avrà un potere di controllo sull'operato della stessa più incisivo senza dover sottostare al limite dell'insindacabilità dell'autonomia privata.

Se il ricorso alla figura della rappresentanza o dell'arbitraggio dipendesse dall'effettivo schema contrattuale utilizzato per il prestito – e quindi secondo il potere concesso alla piattaforma in concreto – la ricostruzione della fattispecie alla stregua di un ufficio di diritto privato si basa su presupposti diversi, intravedendo nella piattaforma un ruolo più importante non solo in termini di poteri concessi dagli utenti, ma anche quale presidio di un interesse pubblico o meglio interesse pubblico economico¹⁹⁸.

7. Profili di responsabilità

Una volta delineate le figure assimilabili al ruolo effettivamente svolto dalla piattaforma e chiarita la possibilità di ricondurre all'interno delle fattispecie giuridiche sopra passate in rassegna, vengono ad assumere rilievo gli obblighi di condotta a carico

¹⁹⁶ In tal senso cfr. R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.

¹⁹⁷ Sul punto cfr. R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del potere dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in *Maestri italiani del diritto civile* S. PUGLIATTI, a cura di S. Ciccarello, A. Gorassini e R. Tommasini, Napoli, 2016.

¹⁹⁸ Così, ancora, R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.

della piattaforma. Il rispetto di siffatti obblighi si può ricavare indirettamente dalla proposta di Regolamento Europeo e dalla normativa in tema di *equity-crowdfunding*. Ne consegue che se una piattaforma non rispetta gli obblighi delineati per il modello in concreto adottato, essa si espone con buona probabilità a profili di responsabilità.

A differenza della copiosa dottrina¹⁹⁹ e giurisprudenza²⁰⁰ che possiamo trovare in tema di responsabilità dell'intermediario finanziario, i profili di responsabilità della nuova veste d'intermediario risentono dell'inedito ruolo svolto da quest'ultimo. Come meglio vedremo in seguito, nello schema tipico del *social lending* esistono tre contratti, collegati tra loro attraverso un collegamento negoziale, due dei quali sono conclusi direttamente con la piattaforma e l'altro invece è concluso tra gli utenti, ma nei quali, come ampiamente visto, la piattaforma viene comunque ad assumere un ruolo più o meno importante.

Tralasciando per il momento i vizi del contratto tra i prenditori e i prestatori che deriverebbero da un possibile comportamento non in linea con quanto delineato da parte della piattaforma (sia direttamente in termini di corretta formazione del consenso negoziale sia indirettamente agendo sul collegamento negoziale), è possibile procedere ad esaminare il tipo di responsabilità cui quest'ultima può essere assoggettata nel caso si verifichi una violazione degli obblighi sopra richiamati.

Innanzitutto, possiamo individuare tre diverse fonti di responsabilità per la piattaforma.

¹⁹⁹ Sul punto, significativo è il contributo di G. DE NOVA, *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005; ma v. pure F. SARTORI, *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011, e, più di recente, G. FANCIARESI, *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario tra nullità e responsabilità*, in *Corr. giuridico*, 2017, p. 1370 ss.; G. BOMBAGLIO, *Contratto e postcontratto: repetita et nova in tema di obblighi informativi dell'intermediario finanziario*, in *Contratti*, 2018, p. 437 ss.; N. SOLDATI, *Responsabilità del promotore finanziario e onere della prova*, in *Le Società*, 2018, p. 333 ss.

²⁰⁰ In giurisprudenza si vedano, tra le più recenti, Cass., sez. I, 26 agosto 2016, n. 17356; Trib. Lucca, 14 dicembre 2016, n. 2629; App. Bari, 16 gennaio 2018, n. 47; Trib. Firenze, 1 febbraio 2018, n. 322; Cass., sez. I, 20 marzo 2018, n. 6911; App. Venezia, 27 agosto 2018, n. 2318, tutte reperibili in *Dejure*.

La prima derivante dall'inadempimento degli obblighi connessi all'ulteriore ruolo attribuito alla piattaforma nel processo negoziale dalle parti (arbitraggio, rappresentante o ufficio di diritto privato), la seconda invece derivante dagli obblighi legati al contratto di servizio di *social lending*.

Circa la prima fonte di responsabilità non vi è dubbio, a prescindere dalla ricostruzione a cui aderisce, che si tratta di responsabilità contrattuale essendo presente un contratto tra la piattaforma e gli utenti attraverso il quale questi ultimi attribuiscono alla piattaforma ulteriori funzioni.

A parere di chi scrive, anche la responsabilità derivante dalla seconda fonte non può che essere quella contrattuale (o pre-contrattuale a seconda dei casi) con tutte le conseguenze che comporta: la piattaforma di *lending* svolge la propria attività sulla base di un contratto con gli utenti. Da un siffatto contratto deriverebbero degli obblighi connessi e il non corretto adempimento farebbe sorgere in capo all'impresa di *social lending* una responsabilità di tipo contrattuale con la possibilità, in favore dell'utente, di chiedere il risarcimento del danno²⁰¹ o in alternativa, se rientra nei casi in cui lo prevede la legge richiamata, l'utente potrà optare per la sanzione della nullità del contratto di servizio d'investimento stipulato tra lo stesso e l'impresa di *social lending*.

Tale ultimo profilo si segnala per la sua importanza in quanto ci consente di poter approfondire la terza, eventuale, fonte di responsabilità per la piattaforma.

Infatti, se un utente dovesse optare per la nullità (essendo classificabile come si vedrà meglio nella categoria della nullità di protezione) del contratto di servizio di *social lending* tra lo stesso utente e la piattaforma, questo provocherebbe la caducazione anche degli effetti del contratto tra prenditore e utente visto che, come vedremo, i due

²⁰¹ Cfr. Trib. Milano, 4 settembre 2015, in www.ilcaso.it

contratti sono avvinti da una forma di collegamento negoziale; se ciò dovesse accadere, la piattaforma si esporrebbe ad un ulteriore profilo di responsabilità conseguente all'invalidità del contratto di prestito nei confronti dell'altro utente che si ritroverebbe privato, senza colpe, del contratto di prestito stipulato.

Sulla natura giuridica di questa responsabilità si può discutere.

Se, nel caso in concreto, si ritiene di dover dare risalto all'unicità del collegamento negoziale tra i contratti si può ritenere che tale responsabilità rientri nella responsabilità contrattuale, nel caso contrario invece sarebbe classificabile come responsabilità extra contrattuale.

CAPITOLO TERZO

PROCESSO, REGOLE E RIMEDI NELLA FORMAZIONE DEI CONTRATTI DI FINANZIAMENTO TRA INVESTITORE E PRENDITORE

Sommario: 1. Natura giuridica e struttura del “contratto di finanziamento di *social lending*” – 2. Procedimentalizzazione della manifestazione del consenso negoziale – 3. Rimedi contrattuali nel contratto di finanziamento per vizi nel procedimento negoziale dello stesso ed in caso di violazione della disciplina applicabile al contratto collegato di servizio di *social lending* – 4. Insufficienza dei rimedi di diritto “comune” e bilanciamento necessario dei valori in gioco

1. Natura giuridica e struttura del “contratto di finanziamento di *social lending*”

L’operazione del *social lending* è composta da tre contratti: uno tra la piattaforma e il prenditore, uno tra la piattaforma e il prestatore e uno tra il prenditore e il prestatore.

Non vi è alcun dubbio che tra i tre contratti sussiste una dipendenza reciproca, essendo tutti necessari per il conseguimento del medesimo fine; più precisamente, è possibile parlare di collegamento negoziale tra gli stessi.

In realtà, per coloro che ammettono la differenza tra collegamento negoziale²⁰² ed operazione economica sembrerebbe che il fenomeno del *social lending* abbia tutti i requisiti per rientrare nel concetto di operazione economica più che in quello del semplice collegamento negoziale.

A prescindere dalla classificazione giuridica, l'elemento da sottolineare per il prosieguo dell'analisi è che tra i tre contratti non vi alcuna subordinazione dell'uno rispetto all'altro: nessuno è autonomo o autosufficiente senza la valida esistenza degli altri, avendo tutti una sola causa unitaria e quindi un unico fine, ovvero il perseguimento dell'operazione negoziale.

Il contratto di finanziamento tra prestatore e prenditore, a differenza del contratto di servizio di *social lending*, non è un contratto atipico, ma è classificabile nello schema tipico del contratto di mutuo di cui all'art. 1813 c.c., anche se la disciplina deve considerare l'esistenza del collegamento negoziale cui ora si accennava.

Ora, la natura giuridica del contratto di finanziamento è quella tipica del contratto di mutuo, non essendo presenti elementi strutturali diversi rispetto allo schema previsto agli articoli 1813 c.c. e ss.; non sono ravvisabili infatti caratteristiche che possono far pensare che siamo in presenza di un contratto atipico né misto.

²⁰² Sul collegamento negoziale v., tra i contributi più risalenti, R. SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. dir.*, vol. VII, Milano, 1960, *ad vocem*; M. GIORGIANNI, *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. scienze giur.*, 1937, p. 1 ss.; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, Utet, 1952, 46 ss.; P. SENOFONTE, *In tema di negozi collegati*, in *Dir. giur.*, 1960, p. 273 ss.; F. MESSINEO, voce *Contratto collegato*, in *Enc. del dir.*, vol. X, Milano, 1962, p. 48 ss.; G. GANDOLFI, *Sui negozi collegati*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, II, p. 342 ss.; G. MORSILLO, *Brevi osservazioni in tema di nesso genetico fra contratti*, in *Giur. agr.*, 1963, p. 424 ss.; A. SCOTTI GALLETTA, *Negozi collegati e negozio di collegamento*, in *Dir. e giur.*, 1968, p. 837 ss.; G. CASSISA, *In tema di collegamento tra negozi giuridici*, in *Giust. civ.*, 1971, I, p. 1537 ss.; M. R. SPALLAROSSA, *Contratti collegati e giudizio di buona fede*, in *Giur. merito* 1972, p. 149 ss.; G. FERRANDO, *Criteri obiettivi e «mistica della volontà» in tema di collegamento negoziale*, in *Foro pad.*, 1974, I, p. 339 ss.; E. CAPUTO, *Il fenomeno dei negozi collegati e sue applicazioni in tema di contratti assicurativi*, in *Giust. civ.*, 1975, I, p. 1384 ss.; C. DI NANNI, *I negozi collegati nella recente giurisprudenza*, in *Dir. e giur.*, 1976, p. 136 ss.; G. CASTIGLIA, *Negozi collegati in funzione di scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II, p. 402 ss.; G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999, p. 5 ss.; P. TROIANO, *Il collegamento contrattuale volontario*, Centro copie Pioda, 1999; C. COLOMBO, *Operazioni economico e collegamento negoziale*, Cedam, 1999.

I due contraenti sono, nella maggior parte dei casi, due soggetti non professionisti, con la conseguenza che il contratto di finanziamento tra il prenditore e il prestatore è un contratto “c2c” che dovrebbe essere regolato dal codice civile.

Questa è una differenza da tenere presente rispetto a quello, nell’ambito del servizio di *social lending*, tra l’utente e la piattaforma che è invece un contratto “b2c” atteso che la piattaforma esercita attraverso detti contratti la propria attività d’impresa.

Infatti, il contratto di finanziamento tra gli utenti, non essendoci un contraente fisiologicamente più debole dell’altro o una figura professionale²⁰³, dovrebbe rientrare nella ipotesi base disciplinata dal codice civile che si occupa dei contratti nei quali le parti sono dotate di pari forza.

Stesso discorso vale per il *peer to peer lending business*, poiché se è vero che i prenditori in tali casi sono soggetti che cercano prestiti per la loro attività d’impresa rimangono pur sempre dei soggetti che accedono ad un finanziamento e sarebbe poco ragionevole non considerare anche per loro l’esistenza di esigenze legate alle trasparenza del prestito.

Quindi, se la qualificazione giuridica serve all’interprete al fine di individuare la disciplina applicabile al caso concreto, la mera classificazione del contratto di finanziamento del *social lending* nell’ambito dello schema del mutuo non è utile poiché la disciplina da considerare nel prestito concluso attraverso il *social lending* è influenzata in maniera decisiva oltre che dal collegamento negoziale con i contratti di servizio di *social lending* anche dalla ricostruzione giuridica, a cui si aderisce, del ruolo diretto che ha la piattaforma nella manifestazione negoziale.

²⁰³ Questo sempre analizzando l’ipotesi base, esistendo anche tipologie come abbiamo visto nelle quali partecipano soggetti professionisti ed istituzionali.

Pertanto, tutto il procedimento di manifestazione del consenso, la conclusione del contratto, la disciplina per colmare lacune o per accordare tutele alle parti, i vizi del consenso, le regole di condotta dei soggetti coinvolti e le nullità speciali dipendono dalla ricostruzione in termini di collegamento negoziale del contratto tra gli utenti e quello tra l'utente e la piattaforma, relegando in secondo piano la disciplina dettata per il contratto di mutuo dal codice civile.

In altre parole, se si sommano le normative applicabili direttamente al prestito derivanti dalle peculiarità dello stesso, diverse dal mutuo tradizionale come, per esempio, la disciplina del contratto concluso attraverso *internet*, con le normative dei codici di settori ²⁰⁴ indirettamente richiamate, la disciplina prevista dal codice rimane soltanto una minima base di partenza o al massimo un supporto.

2. Procedimentalizzazione della manifestazione del consenso negoziale

Il procedimento di formazione del contratto disciplinato dal codice civile in generale²⁰⁵ e per il contratto di mutuo in particolare, per le considerazioni fatte sopra, non deve considerarsi centrale nell'ambito del procedimento di formazione del contratto di finanziamento tra i prenditori e i prestatori.

²⁰⁴ Cfr. N. IRTI, *L'età della decodificazione*, in *Dir. e soc.*, 1978, e ora in *L'età della decodificazione*, IV ed., Milano, 1999, p. 21 ss.; ID., «*Codici di settore*»: compimento della «*decodificazione*», in *Dir. e soc.*, 2005; G. PASSAGNOLI, sub *art. 38*, in G. Vettori (a cura di), *Codice del consumo - Commentario*, Padova, 2007, p. 390; F. DI MARZIO, *Codice del consumo, nullità di protezione e contratti del consumatore*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, pp. 840-870.

²⁰⁵ Cfr. sul procedimento di formazione del contratto si veda, tra gli altri, lo studio di P. SCHLESINGER, *Complessità del procedimento di formazione del consenso ed unità del negozio contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1964, p. 1361 ss.

Il corretto processo che il contratto in commento deve avere è dato dalla somma della disciplina generale del contratto con normative contenute in codice di settore²⁰⁶ e con norme speciali previste per alcune tipologie di contratto.

Per procedere ad una corretta analisi di detto procedimento si devono dividere le discipline di richiamo in due categorie di riferimento; della prima categoria fanno parte le discipline che sono applicabili direttamente al contratto tra prenditore e prestatore; nella seconda rientrano, invece, le normative applicabili al contratto di servizio di *social lending* tra la piattaforma e gli utenti, ma che hanno riflessi anche sulla formazione del contratto di finanziamento tra gli utenti.

Nel primo gruppo rientra sicuramente tutta la disciplina, molta della quale di origine dottrinarica²⁰⁷, sul contratto concluso attraverso *internet*, più precisamente sul contratto telematico²⁰⁸ con tutte le implicazioni che ne derivano da tale classificazione in termini di accordo²⁰⁹, forma²¹⁰, oggetto²¹¹ e vizi del consenso²¹².

²⁰⁶ Sull'analogia nei codici di settori cfr. F. FERRARO, *Analogia e codici di settore*, in *Riv. dir. civ.*, 2011, p. 515 ss.

²⁰⁷ In argomento cfr. L. ALBERTINI, *Osservazioni sulla conclusione del contratto tramite computers e sull'accettazione di un'offerta in internet*, in *Giust. civ.*, 1997, p. 21 ss.; E. FLORINDI, *Il contratto digitale*, in *Dir. informatica e informazione*, 1999, p. 673 ss.; R. G. PISCITELLI, *Negoziato in rete e contratti "tra" computer*, in *Dir. informatica e informazione*, 2002, p. 1141 ss.

²⁰⁸ Per contratto telematico deve intendersi il contratto concluso attraverso strumenti telematici senza che le parti siano contemporaneamente presenti nello stesso luogo (contratti c.d. a distanza) a differenza invece per contratto digitale deve intendersi quel contratto stipulato in forma elettronica, con firma digitale, senza l'utilizzo di documenti cartacei (*paperless contract*) mentre per contratto informatico deve intendersi il contratto che ha per oggetto beni o servizi informatici.

²⁰⁹ Sull'accordo tra le parti nel contratto v. G. CARRARA, *Contributo allo studio della formazione dei contratti*, Milano, 1915, p. 5 ss.; G. B. FERRI, *Considerazioni sul problema della formazione del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, I, p. 201 ss.; G. B. FERRI, *In tema di formazione progressiva del contratto e di negozio formale "per relationem"*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, II, p. 206 ss.

²¹⁰ Sulla forma del contratto si vedano i contributi (risalenti ma sempre attuali) di A. PALAZZO, *Forme del negozio giuridico*, in *Digesto civ.*, VIII, Torino, 1991, p. 442 ss.; A. ORMANNI, *Forma del negozio giuridico*, in *Nuoviss. Dig. It.*, VII, Torino, 1961, p. 560 ss.

²¹¹ Sull'oggetto del contratto v. E. GABRIELLI, *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, p. 327 ss.; F. MACARIO, M. N. MILETTI (a cura di), *Tradizione civilistica e complessità del sistema. Valutazioni storiche e prospettive della parte generale del contratto*, Milano, 2006, p. 233 ss.; R. FIORI, *Il problema dell'oggetto del contratto nella tradizione civilistica*, in AA.VV., *Modelli teorici e metodologici nella storia del diritto privato. Obbligazioni e diritti reali*, Napoli, 2003, p. 169 ss.

²¹² Sui vizi del consenso, di recente, v. il contributo ricostruttivo di A. FASANO (a cura di), *I vizi del consenso*, Torino, 2013.

In particolare pertanto la manifestazione negoziale deve avvenire seguendo i principi e le regole stabilite per il contratto telematico.

Rientrano anche nel primo gruppo tutte le tutele derivanti dalla classificazione delle attività che in taluni modelli di *social lending* vengono attribuite alle piattaforme in aggiunta al servizio di *social lending* e che permettono di incidere a queste direttamente sul regolamento contrattuale.

Preliminarmente va ribadito che qualora l'utente conceda tale potere alla piattaforma, il procedimento negoziale di formazione del contratto di prestito tra i prenditori e i prestatori comprenderà un ulteriore fase negoziale nella quale è protagonista assoluta la piattaforma.

Infatti, nello schema base l'utente accede ai servizi della piattaforma ed una volta in contatto con l'altro utente stipula con lui il contratto di prestito, seguendo appunto le regole del contratto telematico. Nel caso, invece, in cui alla piattaforma siano concesse queste funzioni aggiuntive il processo che porta alla stipula del prestito dovrà comprendere necessariamente un ulteriore fase rispetto all'ipotesi di base sopra delineata, visto che la conclusione del contratto avviene solo quando la piattaforma pone in essere queste ulteriori attività.

È necessario però per determinare le norme che regolano questa ulteriore fase negoziale ricollegare il ruolo della piattaforma ad una delle tre figure individuate nel capitolo precedente (arbitratore, rappresentante o ufficio di diritto privato).

Se si considera questa ulteriore funzione attribuita alla piattaforma rientrante nell'istituto dell'arbitratore, le parti dovranno innanzitutto concedere attraverso un contratto o una clausola aggiuntiva nel contratto di servizio di *social lending* alla piattaforma i poteri per svolgere il ruolo di arbitratore.

Nell'incarico di arbitraggio le parti dovranno stabilire se la piattaforma possa procedere nello svolgimento del suo compito con equo apprezzamento, indicando in tal caso sufficienti elementi per svolgere il ruolo secondo equità o se la stessa possa basare il suo operato sul mero arbitrio.

Le regole che governano questa ulteriore fase sarebbero quelle tipiche del diritto dei contratti e gli obblighi della piattaforma nell'esercizio del suo incarico dipenderebbero esclusivamente da ciò che le parti pattuiscono nell'atto di conferimento dell'incarico e quindi dalla loro volontà.

Discorso analogo può essere fatto qualora si dovesse considerare il ruolo della piattaforma nel processo negoziale come rappresentante delle parti per la stipula del contratto di prestito.

In particolare, una simile ricostruzione comporterebbe la necessità di un accordo nel quale gli utenti concedono il potere rappresentativo alla piattaforma affinché quest'ultima concluda il contratto di prestito.

In detto accordo devono emergere i poteri concessi ed i limiti entro i quali la piattaforma si deve attenere oltre che l'autorizzazione a concludere il contratto con se stessa ai sensi dell'articolo 1395 codice civile atteso che la stessa piattaforma, in molti casi, risulta anche rappresentante dell'altra parte del contratto di prestito.

Anche in questo caso le regole applicabili sono quelle tipiche dell'istituto della rappresentanza dettate dal codice civile e quindi la disciplina del rappresentante senza poteri o dell'eccesso di potere²¹³, dell'abuso di potere rappresentativo²¹⁴, degli stati

²¹³ Sul tema, anche per una recente rassegna giurisprudenziale, cfr. S. PAGLIANTINI, *La riconcettualizzazione processuale del contratto: le Sezioni unite sulla rappresentanza senza potere nel dualismo fra tutela obbligatoria e reale dell'affidamento*, in *Contratti*, 2015; F. PAROLA (a cura di), *Falsus procurator e poteri officiosi del giudice*, in *Contratti*, 2016.

²¹⁴ Per un interessante caso di abuso del potere rappresentativo in ambito societario v. App. Milano, 20 febbraio 2001, in *www.pluris-cedam.utetgiuridica.it*, ove si afferma, in massima, che "l'atto estraneo

soggettivi rilevanti²¹⁵, del rappresentante apparente e, quindi, della tutela del terzo in buona fede²¹⁶.

La piattaforma nell'esercizio della sua funzione dovrà attenersi ai limiti del potere conferito dalle parti oltre che al rispetto di principi generali in materia contrattuale, come la buona fede e il dovere di correttezza.

Diversamente, il fatto di riportare la figura in commento nel contesto dell'intermediazione, classificandola come ufficio di diritto privato, comporta l'applicazione delle regole di condotta previste dall'articolo 21 T.U.F.

Invero, il vantaggio di aderire a questa ricostruzione giuridica è che in questo modo anche questa ulteriore fase sarebbe governata dall'obbligo per la piattaforma di rispettare le regole di condotta generali previste dalla legislazione finanziaria ed è forse più in linea con il contesto di riferimento²¹⁷ e la funzione²¹⁸ realmente svolta dall'impresa di *social lending*.

all'oggetto sociale compiuto dall'amministratore realizza nei rapporti con la società rappresentata un abuso di potere rappresentativo, sia nel caso in cui la carenza non possa essere opposta al terzo di buona fede, sia se possa essere opposta al terzo in mala fede, di talché la società può decidere, per il tramite dell'organo assembleare, di ratificare l'operato dell'amministratore con effetto retroattivo, eliminando così ogni questione concernente l'estraneità dell'atto rispetto all'oggetto sociale”.

²¹⁵ Per quanto attiene agli stati soggettivi rilevanti deve aversi riguardo alla persona del rappresentante atteso che questi è il soggetto parte formale del contratto, e colui nella cui sfera di decisione rientra l'atto; sull'argomento v., in dottrina, M. BIANCA, *Diritto civile*, III, Milano, 1998, p. 94; E. BETTI, *Teoria generale del negozio giuridico*, rist., Napoli, 1994, p. 576; L. BIGLIAZZI GERI, U. BRECCIA, F. D. BUSNELLI, U. NATOLI, *Diritto civile*, I, 2, *Fatti e atti giuridici*, cit., p. 569; P. D'AMICO, *Rappresentanza*, I, *Diritto civile*, in *Enc. Giur.*, XXV, Roma, 1991, p. 7; U. NATOLI, *Rappresentanza (dir. priv.)*, in *Enc. dir.* vol. XXXVIII, Milano, 1987, p. 479; R. SACCO, G. DE NOVA, *Il contratto*, in *Tratt. Rescigno*, 10, Torino, 1982, p. 404.

²¹⁶ In argomento cfr. G. CHINÉ, *Spunti critici in tema di ratifica di contratti formali e di rappresentanza apparente*, in *Giust. civ.*, 2002, p. 1361 ss. e, in giurisprudenza per l'affermazione della validità del contratto sottoscritto dal rappresentante apparente se il terzo è in buona fede, Cass., sez. III, 27 gennaio 2015, n. 1451.

²¹⁷ Cfr., sul punto, R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit. ove si osserva icasticamente che “l'ambiente T.U.F. non tollera l'atmosfera della libertà contrattuale”.

²¹⁸ Cfr. R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.: “L'onere di comprendere e di programmare il miglior perseguimento dell'interesse dell'acquirente è trasferito sull'intermediario, il cui carattere di parte contrattuale è vieppiù incompatibile con quello proprio dei modelli codicistici. Tutto il processo di produzione delle determinazioni negoziali è alterato come lo sono i presupposti della vincolatività delle regole pattizie ove sono formalizzate tali

In altre parole, aderendo alle prime due ricostruzioni, il consenso passerebbe per il libero operato della piattaforma o comunque entro limiti posti dalle parti, mentre aderendo all'altra ricostruzione giuridica si può certamente definire il consenso come assistito in ragione della funzione di elaborazione critica assegnata dalla legge all'intermediario (quindi, si tratterebbe di ufficio di diritto privato)²¹⁹.

E questo, come si vedrà anche meglio nel paragrafo successivo, ha un importante riflesso sulla sindacabilità dell'operato della piattaforma; per esempio, nel caso si riducesse il ruolo di quest'ultima alla figura della rappresentanza o dell'arbitraggio eventuali sue scelte in ordine al contratto di prestito (regolamento, soggetto da finanziare ecc.) non sarebbero sindacabili nel merito, ma solo per vizi formali, ovviamente salvo i casi di mala fede di quest'ultima o di non rispetto dei limiti posti dalle parti, poiché sarebbero frutto di un valida decisione che gli utenti, nell'esercizio della loro autonomia privata, hanno fatto conferendo alla piattaforma questo ampio potere.

Diversamente, la riconduzione del ruolo della piattaforma alla figura dell'ufficio di diritto privato impone alla stessa di dover compiere delle scelte in linea con gli obblighi derivanti dalla legislazione finanziaria e, pertanto, la sua attività sarà valutabile (dal giudice) come quella di qualsiasi intermediario finanziario.

Nel secondo gruppo rientrano, invece, tutte le discipline a tutela sia dell'investitore/risparmiatore, sia del soggetto finanziato che nel corso della presente indagine abbiamo evidenziato e ritenuto applicabili al fenomeno.

determinazioni. In quello che qualcuno ha significativamente definito l'ambiente T.U.F., domina l'art. 21 ove è disposta senza mezzi termini la prioritaria funzionalizzazione dell'attività degli intermediari al perseguimento dell'interesse dei clienti".

²¹⁹ In tal senso v., ancora, R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.

Il prenditore così come il prestatore sembrerebbero, dunque, indirettamente destinatari di obblighi derivanti dall'applicazione delle discipline individuate nel precedente capitolo.

Infatti, per poter consentire alla piattaforma di assolvere agli obblighi informativi, di trasparenza e di condotta derivanti dall'applicazione della disciplina bancaria e da quella finanziaria, individuata nel precedente capitolo, la stessa necessita di informazioni provenienti direttamente dalle parti e di una loro collaborazione attiva e reale.

Quindi, il primo elemento derivante da detta ricostruzione è il sorgere dell'obbligo nelle fase delle trattative, in capo sia ai prenditori che ai prestatori, di fornire tutti i dati necessari alla piattaforma per assolvere i suoi obblighi.

Queste attività sono ben più ampie rispetto alle informazioni che normalmente una parte deve fornire per assolvere l'obbligo di buona fede in trattative regolate dal codice civile (art. 1337 c.c.).

Inoltre, come abbiamo visto, l'unico contratto "b2c" nel fenomeno del *social lending* è il contratto di servizio tra la piattaforma e il singolo utente. Solo ad esso, in linea teorica, sono applicabili analogicamente le normative a tutela del contraente debole sia dal lato investitore che da quello del soggetto finanziato.

In ogni caso, applicando per mezzo del contratto di servizio di *social lending* tutte le tutele individuate per contrastare la formazione di regolamenti squilibrati a causa di asimmetrie informative, si va a creare nel procedimento negoziale del contratto di finanziamento la figura che possiamo definire del contraente debole "mobile", cioè di quel soggetto – qualche volta rappresentato dal prenditore altre volte dal prestatore –

che è destinatario di quelle particolari attenzioni per riequilibrare i suoi aspetti di debolezza presenti nel procedimento negoziale.

In altre parole si tratta di individuare il contraente debole non in modo prestabilito, ma frazionando il procedimento e accordando in alcuni momenti e per alcuni aspetti detta qualifica al prestatore e, in altri, al prenditore; un procedimento validamente concluso nel contratto di finanziamento sarà un procedimento che terrà conto di ciò: il consenso sarà validamente prestato solo se rispetteranno tutte le prescrizioni derivanti dall'applicazione delle norme di settore individuate.

Il procedimento sopra esposto, infatti, si basa tutto sulla formazione del consenso informato²²⁰ degli utenti nel contratto di finanziamento tra il prenditore e i prestatori ed il processo d'informazione passa dal ruolo della piattaforma, che in virtù delle norme richiamate ha l'obbligo di assicurarsi che le parti abbiano chiari tutti i termini dell'operazione.

Addirittura nella variante del *social lending*, nella quale le parti accordano alla piattaforma funzioni dirette nella formazione del regolamento del contratto di finanziamento, il procedimento negoziale si compone di un ulteriore passaggio e possiamo parlare come abbiamo visto di “consenso assistito”.

In definitiva, le dinamiche del consenso negoziale del contratto di finanziamento si compongono di una base residuale derivante dalla contrattazione del codice civile in generale e del contratto di mutuo con tutte le eccezioni e le aggiunte della contrattazione telematica, di prerogative dettate dalle leggi di settore che indirettamente incidono anche sul contratto di finanziamento e di una fase, solo eventuale, in cui la piattaforma incide direttamente sulla formazione del consenso.

²²⁰ Sul tema d'interesse il contributo di M. GUERNELLI, *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 360 ss.

Si può agevolmente sostenere che il contratto di finanziamento tra le parti è qualcosa di diverso rispetto al semplice contratto di diritto privato.

Il principio non è del tutto nuovo. Nella legislazione bancaria – probabilmente non a caso – il mediatore creditizio non conclude in proprio il contratto di concessione del prestito, ma il suo ruolo ha dei risvolti nel contratto stipulato tra il soggetto finanziato e l'intermediario che concede il prestito.

3. Rimedi contrattuali nel contratto di finanziamento per vizi nel procedimento negoziale dello stesso ed in caso di violazione della disciplina applicabile al contratto collegato di servizio di *social lending*

Soffermandoci sui rimedi contrattuali per vizi nel procedimento negoziale, oltre che a quelli generali offerti dal codice civile, seguendo la suddetta ricostruzione trovano sicuramente applicazione tutte le tutele previste per il contratto telematico²²¹.

E' interessante viceversa comprendere quale sia il rimedio contrattuale per un comportamento scorretto posto in essere dalla piattaforma nello svolgimento di quelle ulteriori attività, a volte alla stessa attribuite, dirette alla formazione del regolamento negoziale del contratto di prestito tra gli utenti.

Per procedere a detta analisi preliminarmente bisogna capire cosa si intenda per comportamento scorretto in questa fase dell'operato della piattaforma.

²²¹ Sul contratto telematico si vedano, tra gli altri, A. SICA, *Il decreto legislativo 9 aprile 2003 n. 70: autoregolamentazione e codici deontologici nei contratti telematici*, in *Dir. informatica e informazione*, 2003, p. 881 ss.; G. ARANGUENA, *Sospensione di un account su ebay: il contratto telematico b2b tra accettazione point to click e tutela dell'accesso al mercato del commercio elettronico*, in *Dir. informatica e informazione*, 2012, p. 1181 ss.; R. FAVALE, *La conclusione del contratto telematico*, in *Giur. merito*, 2013, p. 2553B ss.

Infatti, l'individuazione della correttezza o meno dell'operato della stessa in questa fase dipende dalla classificazione giuridica del suo agire (arbitraggio, rappresentanza o ufficio di diritto privato).

Se considerassimo il ruolo della piattaforma in questa fase di formazione del consenso negoziale alla stregua di un rappresentante o di un arbitratore, i comportamenti definibili come "scorretti" sarebbero solamente quelli contrari ai limiti posti nell'atto di conferimento del potere ad opera delle parti o quelli contrari ai principi generali del nostro ordinamento (quali la correttezza e la buona fede).

In dette ricostruzioni i rimedi contrattuali sarebbero pertanto quelli offerti dalle relative discipline in tema di rappresentanza o di arbitraggio, accordando la nullità, l'inefficacia e/o il risarcimento del danno a seconda della disciplina codicistica prevista per il vizio in concreto rilevato, oltre che ovviamente a quelli generali previsti in materia contrattuale.

Mentre se aderissimo all'altra ricostruzione²²², cioè quella di ufficio di diritto privato, i comportamenti scorretti sarebbero, oltre a quelli contrari a norme generali del

²²² Il punto è ben illuminato da R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit., il quale osserva: "Per concludere, su questo piano, resta possibile un'osservazione. Tutto il discorso ha a oggetto il consenso come criterio di validità e di riferibilità di regole di autonomia privata. Validità e riferibilità che innanzitutto dipendono, come di regola, dalla struttura del potere dispositivo (dalla generale capacità o dalla specifica legittimazione) e dalla concreta modalità del suo esercizio. La differenza tra abuso ed eccesso di potere formalizzata per la prima volta nella disciplina della rappresentanza articolata dal codice del 1942, trova ragione nell'adozione per i fini di tale disciplina del modello della rappresentanza volontaria. L'agire per conto altrui sconta infatti l'origine soggettiva della funzione, l'abuso non può perciò non fare i conti con la posizione dei terzi in buona fede. L'eccesso di potere assume invece rilievo oggettivo. Eccesso sta per carenza rispetto all'atto compiuto e il rimedio non può che essere in via di principio l'inefficacia. Il codice dunque distingue; e la distinzione è senz'altro opportuna per la rappresentanza volontaria. Lo stesso non vale per la rappresentanza legale – e non a caso la disciplina dei casi delineati nel libro I del codice non soffre la limitazione della riconoscibilità del conflitto da parte dei terzi – dove eccesso e abuso coincidono poiché anche la funzione ha rilievo oggettivo. Nella rappresentanza legale trova un proprio paradigma la figura dell'Ufficio di diritto privato. Dunque, fintanto che si discute di corretto esercizio della funzione di intermediazione, le ipotesi patologiche seguono l'alternativa tra inefficacia (rimedio per l'eccesso di potere del rappresentante) e non imputabilità ovvero rifiutabilità degli effetti (disciplina dell'eccesso di potere del mandatario). Non vi è spazio invece per profilare la violazione di regole di mera condotta. Per fare ciò – come una giurisprudenza assai nota ha reputato infelicitemente di fare – è necessario presupporre

nostro ordinamento, tutti quelli in contrasto con gli obblighi di condotta previsti dall'articolo 21 T.U.F. per l'intermediario finanziario.

Questa ricostruzione aderendo alla dottrina più moderna²²³ avrebbe l'ulteriore vantaggio di superare²²⁴, in termini di rimedi contrattuali, il dualismo²²⁵ tra regole di condotta e regole di validità²²⁶; infatti, svolgendo la piattaforma in questa fase la sua funzione essenzialmente nella formazione del consenso, l'inefficacia sarebbe conseguenza alla violazione di una regola condizionante l'assolvimento dell'ufficio²²⁷.

Passando ora ad analizzare i rimedi contrattuali in caso di violazione della disciplina applicabile al contratto di servizio di *social lending*, invece, dobbiamo ribadire che, come abbiamo osservato tra i tre contratti posti in essere nel fenomeno di *social lending*, esiste un forte collegamento negoziale.

Allora, se la piattaforma non rispetta gli obblighi di condotta individuati possono verificarsi due ipotesi.

La prima riguarda il caso in cui per l'inadempimento dell'obbligo di condotta non è prevista la nullità dalla normativa di richiamo o meglio dalla giurisprudenza²²⁸ che si è

la valenza autonoma del consenso, sia pure procedimentalizzato, e la correlativa piena autoresponsabilità del cliente.”

²²³ Cfr. D. MAFFEIS, *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti*, Milano, 2014, p. 3 ss.; nonché R. DI RAIMO, *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, cit.

²²⁴ Per una ricostruzione che conduce in tal senso cfr. S. PUGLIATTI, *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla Rappresentanza*, Milano, 1965, p. 87 ss. il quale sostiene che l'assenza di condizioni di efficacia degli atti compiuti, rispetto alla quale assenza abuso ed eccesso si sovrappongono. Per uno sguardo più completo cfr. R. DI RAIMO, *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori*, Collana Iura, Pisa, 2010.

²²⁵ G. PERLINGIERI, *Regole e comportamenti nella formazione del contratto. Una rilettura dell'art. 1337 codice civile*, Napoli, 2003, p. 147 ss. e da ultimo, con maggiore ampiezza, ID., *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013, p. 11 ss.

²²⁶ Notoriamente, la Corte di Cassazione, sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 6724 e 6725 la violazione delle norme di condotta non determinano invalidità del contratto.

²²⁷ Così R. DI RAIMO, *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, cit.

²²⁸ Cass., 29 settembre 2005, n. 19024, in *Foro it.*, 2006, c. 1105 ss., e Cass., Sez. un., 19 dicembre 2007, nn. 26724 e 2725, in *Foro it.*, 2008, I, c. p. 785 ss. La prevalente dottrina si è dimostrata critica nei

occupata del tema; quindi, in questi casi il contratto di servizio di social lending non subisce la sanzione della nullità per l'inadempimento da parte della piattaforma agli obblighi sopra individuati e, perciò, il contratto di prestito tra gli utenti non subirebbe alcuna conseguenza, esponendosi solo la piattaforma a dover risarcire l'utente leso dall'inosservanza di detti obblighi.

Quando invece l'inosservanza di detti obblighi comporta la nullità secondo le normative di riferimento, il contratto di servizio di *social lending* sarebbe nullo in conseguenza delle violazioni poste in essere dalla piattaforma automaticamente cadrebbe anche il contratto di finanziamento.

Il collegamento negoziale è troppo forte – genetico e funzionale²²⁹ – come la dipendenza tra i due contratti è innegabile; pertanto, applicando la giurisprudenza che in tema di nullità di uno dei contratti collegati è ricorso all'applicazione dell'articolo 1419 c.c. (ai sensi del quale la nullità parziale di un contratto o la nullità di singole clausole comporta la nullità dell'intero contratto solo se risulta che i contraenti non lo avrebbero concluso senza quella parte del suo contenuto che è colpita dalla nullità)²³⁰, può considerarsi invalido anche il contratto di finanziamento tra gli utenti qualora quello di servizio di *social lending* dovesse venire meno essendo certo che senza l'esistenza del contratto di quest'ultimo non si sarebbe concluso il contratto di finanziamento.

Per tale via, le eventuali violazioni di obblighi di trasparenza, di condotta o informativi che comportano la nullità del servizio di *social lending* automaticamente

confronti di questa giurisprudenza in particolare, v. i commenti di A. GENTILI, *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti.*, 2008, p. 393 ss. e D. MAFFEIS, *Discipline preventive nei servizi investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti.*, 2008, p. 403 ss.

²²⁹ Per la bibliografia in argomento si rinvia *supra*.

²³⁰ In tal senso v., in passato, già Collegio arbitrale, 18 luglio 1995, in *Notariato*, 1996, p. 33 ss.

comporterebbero l'invalidità anche del contratto di finanziamento accordando così la massima tutela possibile all'utente colpito dall'inadempimento dell'obblighi gravanti sulla piattaforma.

4. Insufficienza dei rimedi di diritto “comune” e bilanciamento necessario dei valori in gioco

È vero che da un lato si arriva ad applicare le tutele tipiche della contrattazione “b2c” ad un contratto “c2c”, ma questo è possibile innanzitutto per il più volte richiamato collegamento negoziale tra i contratti e per l'unicità dell'operazione economica del *social lending*.

Infatti, la ricostruzione offerta è pienamente ancorata alle regole basilari di diritto positivo che il nostro ordinamento prescrive. In disparte la ricostruzione squisitamente tecnica, a sostegno della presente teoria si aggiunge una copertura teorica importante.

Il ricorso ai rimedi contrattuali previsti dal codice come i vizi della volontà e la buona fede contrattuale in senso oggettivo non sono sufficienti per una tutela in linea con quella accordata in norme settoriali quando erano in gioco valori speculari. Il legislatore quando ha individuato esigenze di tutela particolari ha previsto una disciplina che superasse quella stabilita in materia contrattuale dal codice civile, accordando tutele diverse.

Un'interpretazione, pertanto, costituzionalmente orientata ai sensi degli articoli 3 e 47 della Costituzione impone all'interprete di considerare applicabili le tutele più incisive presenti nei codici di settori.

D'altronde, è tutta la normativa dedicata all'intermediario finanziario e creditizio ad essere regolata da norme speciali e a sfuggire, quasi del tutto, al diritto dei contratti di diritto comune.

Non si comprende, allora, in base alla quale la stessa tutela non sia applicabile anche a questa nuova forma di intermediazione finanziaria o creditizia visto che non vi è alcuna differenza tra l'investitore, il risparmiatore o il soggetto finanziato tradizionale e quello che sceglie il *social lending*.

Anzi il finanziamento o l'investimento tramite la piattaforma di *lending* passando per *internet* è anche più accessibile, ponendo meno barriere rispetto ai servizi finanziari tradizionali. E non può essere una valida argomentazione il fatto che il legislatore per questa nuova forma di intermediazione non ha previsto una tutela speciale, essendo il fenomeno troppo nuovo e, soprattutto, esistendo nel nostro ordinamento l'analogia proprio per disciplinare casi simili.

Inoltre la dottrina più moderna si sta sempre più distaccando dal concetto di contraente debole quale contraente prestabilito ed individuato esclusivamente dalla legge e sta iniziando a considerare il contraente debole invece come quello che in concreto subisce gli effetti in termini di squilibrio contrattuale²³¹, dell'asimmetria informativa²³² o di dipendenza economica²³³.

Nel caso in esame, non penso vi possano essere dubbi sull'importanza di una corretta circolazione delle informazioni legate ai rischi dell'investimento o alle condizioni contrattuali del prestito, e come abbiamo visto una corretta formazione del

²³¹ In punto v., di recente, S. GUADAGNO, *Squilibrio contrattuale: profili rimediali e intervento correttivo del giudice*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015, p. 744 ss.

²³² In tema di c.d. terzo contratto si segnala, tra le pronunce più recenti, Trib. Milano, sez. imprese, 6 dicembre 2017, n. 12344, in *Contratti*, 2018, p. 424 ss. con nota di A. PISAPIA, *Contratti squilibrati tra imprese e abuso di dipendenza economica: il c.d. "terzo contratto"*.

²³³ Tra gli altri cfr. F. GRECO, *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload (ing)*, in *Resp. civ. prev.*, 2017, p. 398B ss.

consenso non può che passare dalla prestazione di un consenso informato o addirittura, a seconda dei casi, di un consenso assistito.

Pertanto, anche dal punto di vista esclusivamente concettuale scandire il processo negoziale individuando esigenze di tutela per le quali il Legislatore ha mostrato un particolare interesse, procedendo ad un frazionamento del processo negoziale in più momenti ed individuando di volta in volta il contraente che si trova in una posizione di debolezza, è sicuramente in linea con l'orientamento più moderno del diritto dei contratti.

Ovviamente però la presente analisi è ancorata ad un presupposto di fondo, cioè quello che tutte le normative sopra richiamate devono passare per un bilanciamento dei valori. Non può negarsi che, applicando le tutele rafforzate previste dai codici di settore, si sacrificano degli interessi per tutelarne altri.

È pur vero che sia il prenditore sia il prestatore, aderendo a detta ricostruzione, quando si trovano nella posizione opposta al contraente debole, vedono sacrificarsi dei diritti per accordarne altri al contraente che in quel preciso momento del processo negoziale si trova nella posizione di debolezza, secondo le norme di settore sopra individuate, perdendo in questo modo valore il principio dell'autonomia privata e la sacralità delle statuizioni contrattuali.

Ma guardato da un'altra prospettiva, il non trarre un "ingiusto" vantaggio dall'asimmetria informativa o da un regolamento contrattuale squilibrato rientra nel principio generale di solidarietà sancito dall'articolo 2 della Carta Costituzionale e giustifica il sacrificio dell'autonomia.

Questo contrasto di posizioni può essere risolto solo da un bilanciamento dei valori, che, come in precedenza sostenuto, può considerarsi completato solo attraverso

l'opera in concreto svolta dal giudice. Può dirsi che solamente il giudice può rendersi conto, nell'analisi del caso concreto, dell'effettiva incidenza nel regolamento contrattuale dell'asimmetria informativa o di qualche altra violazione posta in essere ed intervenire per riequilibrare lo squilibrio contrattuale posto in essere dalle parti.

In realtà, specialmente nelle ipotesi in cui la sanzione prevista dalla normativa di richiamo è la nullità, la razionalità e la coerenza dell'ordinamento non si raggiunge necessariamente applicando sempre e solo la sanzione della nullità radicale ma utilizzando anche altre forme di tutela senza pregiudicare altri interessi anch'essi meritevoli di tutela; in altre parole, anche il principio di conservazione²³⁴ degli atti e dei loro effetti trova accoglimento nel nostro ordinamento al pari degli altri principi sopra individuati.

La prevalenza dell'uno o degli altri può emergere solo nel caso concreto, secondo canoni di ragionevolezza, tenuto conto degli interessi perseguiti non solo dalla norma violata ma da tutto il sistema normativo.

Pertanto, il giudice nel suo operato volto a risolvere questo contrasto, dovrà applicare il principio di ragionevolezza²³⁵, criterio flessibile, adattabile al caso concreto. Un siffatto criterio, nel rispetto del principio di legalità, può contribuire ad individuare la soluzione più aderente al caso specifico.

Anche perché l'interprete può in astratto procedere all'individuazione dei criteri da seguire per selezionare le normative da richiamare analogicamente, ma – come

²³⁴ Per una visione trasversale del principio conservazione v. G. PEPE, *Atti giuridici e principio di conservazione*, in *Riv. dir. amm.*, 2015.

²³⁵ G. PERLINGIERI, *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015, p. 14. Contra, A. D'ADDA, *Nullità parziale e tecniche di adattamento del contratto*, Padova, 2008, p. 74, il quale paventa il rischio di scadere nell'arbitrio del giudice.

affermato in precedenza²³⁶ – il bilanciamento dei valori non può prescindere dal caso in concreto e per questo rimane un’attività che solo il giudice può compiere, tenendo conto della realtà fattuale del caso che è chiamato a decidere.

L’ultimo elemento a sostegno della tesi sopra esposta deriva da una visione del diritto in una prospettiva macro-prudenziale²³⁷; infatti, nel fenomeno in esame, la maggior parte dei soggetti coinvolti non sono professionisti né soggetti esperti, poco consapevoli delle conseguenze che le loro azioni possono avere anche a livello sistemico, e, in assenza di regole che limitano l’autonomia privata, potrebbero crearsi le basi per una bolla finanziaria o per uno shock sistemico²³⁸.

Anche perché il fenomeno sfugge facilmente al perimetro di azione e di controllo delle Autorità, specialmente se non si inquadra il *social lending* per quello che realmente è, riconducendolo a fattispecie diverse con altri interessi in campo senza

²³⁶ Cfr., sul punto, F. DELLA ROCCA, *I poteri del giudice nei contratti posti in essere per la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in corso di pubblicazione.

²³⁷ Cfr. P. ANGELINI, *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, in *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d’Italia, 2015. Sul tema si veda anche A. CROCKETT, *Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability*, Remarks by, General Manager of the Bank of International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, held in Basel, 20-21 settembre 2000; C. BORIO, *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, Bank of International Settlements, 22 giugno 2010; A. HALDANE, *Macroprudential policies. When and how to use them*, IMF rethinking macro Policy II Conference, First Step and Early Lessons, 16-17 aprile 2013, nonché COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM – CGFS, *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, Report submitted by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 38, 2010.

²³⁸ Per un’illustrazione più approfondita di questa tesi si veda M. BRUNNERMAIER, A. CROCKETT, C. GOODHART, A. D. PERSUAD, H. S. SHIN, *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 2009 e A. SHLEIFER, R. VISHNY, *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, *Journal of Economic Perspectives*, 2011, nonché una definizione di rischio sistemico è contenuta nel Considerando n. 15 del Regolamento istitutivo dell’ESMA [Regolamento UE n. 1095/2010 del Parlamento e del Consiglio del 24 novembre 2010 che istituisce l’Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati)]: “Sulla scorta dei lavori degli organismi internazionali, il rischio sistemico dovrebbe essere definito come un rischio di perturbazione all’interno del sistema finanziario, potenzialmente in grado di produrre conseguenze negative gravi per il mercato interno e l’economia reale. In una certa misura, tutti i tipi di intermediari, infrastrutture e mercati finanziari possono rivestire un’importanza potenzialmente sistemica”. Cfr. anche S. L. SCHWARCZ, *Systemic Risk*, *Georgetown Law Journal*, 2008, p. 193.

ricoscerne l'importanza dei reali valori sottesi né accordando agli stessi le relative tutele.

È la stessa Consob²³⁹ ad osservare come comportamenti dei singoli operatori pur se legittimi e perfettamente razionali a livello micro possono, tuttavia, risultare destabilizzanti a livello macro e possono contribuire ad amplificare l'effetto di uno shock sistemico; quindi continuare ad inquadrare il ruolo della piattaforma come Istituto di Pagamento e lasciare che il prestito tra le parti sia rimesso alla mera autonomia negoziale potrà anche risultare lecito da un punto di vista esclusivamente formale, ma sicuramente errato giuridicamente nonché molto pericoloso.

²³⁹ Cfr. S. ALVARO, G. SICILIANO, *Crisi sistemiche e regolazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, in *Quaderni giuridici*, CONSOB, 2016.

CONCLUSIONI

Il presente lavoro ha voluto mettere in evidenza la necessità di una regolamentazione del fenomeno della disintermediazione in considerazione dei delicati interessi in gioco; pertanto, la tutela necessaria non può che passare da un corretto funzionamento dell'operato della piattaforma.

Infatti, la piattaforma – a prescindere dalla tipologia di *crowdfunding* e dal modello scelto (quindi dall'effettivo potere concesso alla stessa dagli utenti) – ha un ruolo centrale nella realtà pratica del fenomeno. Sarebbe probabilmente più corretto parlare di nuova forma di intermediazione: un intermediario infatti anche nel *crowdfunding* esiste, ha una veste nuova, ma necessita anche lui di precisi obblighi di condotta essendo presenti istanze di tutela simile, se non addirittura maggiore, alle forme dell'intermediazione tradizionale.

La circostanza che in tutto il fenomeno dell'*equity crowdfunding* e quindi nella nuova intermediazione l'intermediario non eroghi in proprio il finanziamento e non rischi in prima persona, ma si limiti solo a mettere in contatto le parti che stipulano il finanziamento, deve far presupporre ancora di più l'esigenza di obblighi di condotta ben precisi per la piattaforma visto che la stessa non ha appunto un interesse diretto nella solvenza del debitore o nella buona riuscita del progetto d'impresa.

Sintetizzando, il concetto di disintermediazione non deve assolutamente voler dire “disregolamentazione”. In assenza di una normativa specifica che, in ogni caso, rimane necessaria²⁴⁰, come in tutti i fenomeni nuovi la disciplina non può che passare dal

²⁴⁰ Sulla necessità di una regolamentazione per il fenomeno cfr. R. DI RAIMO, *Disintermediazione e struttura dei mercati finanziari digitalizzati. Primi appunti*, in *FinTech; diritto, tecnologia e finanza*, a cura di R. Lener 2018, p. 26, il quale così si esprime: “necessità dunque di regole. Necessità altresì di uno

ricorso all'analogia che nel nostro caso è facilitata, essendo appunto presenti interessi in gioco simili, facendo ricorso alla disciplina dettata nei codici di settore.

In particolare, l'atipicità del contratto di servizio che offre la piattaforma si presta senza alcun forzatura alla ricerca della disciplina del contratto tipico più simile, secondo la più classica regola in materia ermeneutica del diritto dei contratti.

Le conclusioni a cui siamo arrivati sono sicuramente applicabili anche al fenomeno dell'*equity crowdfunding* e rimangono attuali anche in caso d'entrata in vigore della Proposta di Regolamento sopra commentata.

Infatti, la disciplina prevista per l'*equity crowdfunding* e il Regolamento proposto presentano diverse zone d'ombra poiché nell'attribuire una serie di necessari obblighi alle piattaforme di *crowdfunding* non si occupano del procedimento negoziale del contratto tra gli utenti²⁴¹, né degli effetti che la violazione degli obblighi pattuiti in capo alla piattaforma possa avere sul contratto di finanziamento²⁴².

Infatti, possono esserci delle differenze derivanti dalle tipologie di *crowdfunding*, ma lo schema della nuova intermediazione, le modalità per far incontrare la domanda e l'offerta e il ruolo della piattaforma sono gli stessi.

Una conferma di ciò arriva sia da quanto detto sopra, richiamando le Direttive europee applicabili ad ogni tipologia di *crowdfunding*, sia dal fatto che è lo stesso Legislatore che nella Proposta europea prevede una disciplina unitaria per tutto il fenomeno del *crowdfunding*.

Quindi, in conclusione si può sostenere che la ricostruzione giuridica del collegamento negoziale tra il contratto di servizio di qualsiasi tipologia di piattaforma e

sforzo della scienza giuridica di comprendere innanzitutto i fatti e di rivedere poi le proprie categorie e se del caso rinunciarvi ove non più adeguate alla loro qualificazione.”

²⁴¹ Prenditori e prestatori nel caso di *social lending* e impresa finanziata ed investitore nel caso di *equity crowdfunding*.

²⁴² Sia che detto finanziamento avvenga in *equity* sia che avvenga attraverso un prestito.

il contratto di finanziamento tra gli utenti, con tutte le conseguenze che ne derivano in termine di procedimento negoziale e d'invalidità di quest'ultimo, del ruolo attribuito alla piattaforma e di tutte le peculiarità della contrattazione telematica, non solo sono valide ed applicabili sia all'*equity crowdfunding* sia in caso di approvazione del Regolamento sopra citato, ma a parere di scrive rappresentano lo statuto e le regole base per ogni forma di nuova intermediazione che utilizza la tecnologia per far incontrare possibili investitori con possibili soggetti che necessitano di un finanziamento.

BIBLIOGRAFIA

- AA. VV., *Diventare imprenditori innovativi*, Le Guide di Corriere Imprese, 2015.
- AA.VV., *L'ordinamento finanziario italiano*, Cedam, 2010.
- AA.VV., *Le politiche della condivisione. La sharing economy incontra il pubblico*, a cura di E. Polizzi, M. Bassoli, Milano, 2016.
- ACCETTELLA F., CIOCCA N., *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, I.
- AGNESE A., *Mutui e finanziamenti: le nuove garanzie*, Maggioli ed., 2013.
- ALAGNA S., *Contratti bancari di intermediazione creditizia. Aperture di credito – Finanziamenti*, Milano, 1984.
- ALBERTINI L., *Osservazioni sulla conclusione del contratto tramite computers e sull'accettazione di un'offerta in internet*, in *Giust. civ.*, 1997.
- ALOVISI P., *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Rivista di Diritto Bancario, Dottrina e Giurisprudenza Commentata*, 2014.
- ALPA G., *Commento all'art. 23*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, Padova, 1998, tomo I.
- ALPA G., *Commento sub art. 21*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia d'intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa, F. Capriglione, Padova, 1998, tomo I.
- ALPA G., *Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori*, in *Contratti*, 2005.
- ALPA G., R. MARTINI, *Oggetto e contenuto*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da M. Bessone, *Il contratto in generale*, III, Torino, 1999.
- ALVARO S., SICILIANO G., *Crisi sistemiche e regolamentazione finanziaria. Dai bulbi di tulipani ai mutui sub-prime*, in *Quaderni giuridici*, CONSOB, 2016.
- AMOROSINO S., RABITTI BEDOGNI C. (a cura di), *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2004.
- ANGELINI F., *Ordine pubblico e integrazione costituzionale europea*, Cedam, Padova, 2007.
- ANGELINI P., *Le politiche macroprudenziali: una discussione dei principali temi*, *Questioni di Economia e Finanza*, Banca d'Italia, 2015.
- ANNUNZIATA F., *Commento all'art. 94*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza. D.lgs. 24 febbraio 1998*, n. 58, P. Marchetti, L.A. Bianchi (a cura di), Milano, 1999, I.
- ANNUNZIATA F., *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018.
- ANNUNZIATA F., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017.
- ARANGUENA G., *Sospensione di un account su ebay: il contratto telematico b2b tra accettazione point to click e tutela dell'accesso al mercato del commercio elettronico*, in *Dir. informatica e informazione*, 2012.

BALZARINI P., Attuazione della direttiva sulla vendita a distanza di servizi finanziari, in *Riv. soc.*, 2005.

BANI E., *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *Fintech: Introduzione profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (a cura di) M.T. Paracampo, Torino.

BARBIERI C., Investimenti atipici, in P. Cendon (a cura di), *Commentario al Codice Civile – artt. 1321-1342*, Milano 2009.

BARENGHI A., *Determinabilità e determinazione unilaterale del contratto*, Napoli, 2005.

BARENGHI A., *Qualificazione e classificazione dei contratti*, in Lipari N. – Rescigno P. (diretto da), Zoppini A. (coordinato da), *Diritto civile – vol. III – Obbligazioni – II – Il contratto in generale*, Giuffré, Milano 2009.

BARONCELLI S., *Sub art. 47*, in R. Bifulco, A. Celotto, M. Olivetti (a cura di), *Commentario alla Costituzione*, II ed., Utet, 2017.

BASSAN F., RABITTI M., *Dalla sharing, alla social verso la shadow economy: l'Europa in transizione*, in *Consumerism 2016, "Dalla sharing alla social economy"*.

BENNET MOSES L., *How to think about Law, Regulation and Technology: problems with "technology as a regulatory target"*, in *Law, Innovation and Technology*, 2013.

BETTI E., *Teoria generale del negozio giuridico*, Utet, 1952.

BIANCA C. M., *Il contratto*, in *Diritto civile*, vol. 3, Milano, 2000.

BIANCA C. M., *Diritto civile*, III, Milano, 1998.

BIANCO G., *Ordine pubblico economico*, in *Dig. disc. pubbl.*, Aggiornamento, Torino, Utet, 2005.

BIFERALI G., *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2017.

BIGLIAZZI GERI L., BRECCIA U., BUSNELLI F., NATOLI U., *Diritto civile*, 1.2, *Fatti e atti giuridici*, Torino, 1987.

BIGLIAZZI GERI L., *L'interpretazione del contratto*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da F. D. Busnelli, Milano, 2013.

BOCHICCHIO F., *Promotore finanziario e consulenza finanziaria: non solo distribuzione*, in *Dir. ed econ. assic.*, 2002.

BOMBAGLIO G., *Contratto e postcontratto: repetita et nova in tema di obblighi informativi dell'intermediario finanziario*, in *Contratti*, 2018.

BONTEMPI P., *Diritto bancario e finanziario*, 2016.

BORIO C., *Implementing a macroprudential framework: Blending boldness and realism*, Bank of International Settlements, 22 giugno 2010.

BOSCHETTI G., *Telemarketing e rispetto della Privacy nell'era dei social network*, Key ed., 2017.

BRUNNERMAIER M. K., CROCKETT A., GOODHART C., PERSUAD A., SHIN H. S., *The Fundamental Principles of Financial Regulation*, Geneva Reports on the World Economy, 2009.

BUSSANI M., CENDON P., *I contratti nuovi. Casi e materiali di dottrina e giurisprudenza. Leasing, Factoring, Franchising*, Milano, 1989.

CAFARO R., PAGLIARO P., *Il contratto di mutuo*, Ipsoa ed., 2011.

CAFARO R., *Il contratto di futures*, in G. Cassano, *I Nuovi Contratti – Analisi delle singole tipologie contrattuali di uso più frequente nei traffici commerciali*, Il Sole 24 Ore, Milano 2006.

CAMEDDA A., *L'attività di consulenza finanziaria tra autonomia e propedeuticità ai contratti di investimento. (Una questione in tema di responsabilità civile dell'intermediario)*, in *Resp. civ. prev.*, 2012.

CAMPOBASSO G.F., *I depositi bancari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988.

CAMPOBASSO M., *Classificazione dell'investitore come "cliente professionale" e imputazione di conoscenza*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2012, I.

CANEPA A., *Il design della regolazione in un'economia uberizzata fra problemi di definizione del mercato, tutela degli utenti e ricerca di regole efficaci*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 2016.

CANEPA A., *L'era delle piattaforme fra opportunità e rischi in creditizia*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, (a cura di) M. T. Paracampo.

CAPRIGLIONE F. (a cura di), *La nuova legge sul risparmio. Profili societari, assetti istituzionali e tutela degli investitori*, Padova, 2006.

CAPRIGLIONE F., *Riflessioni conclusive a margine di un convegno su «Le riserve di attività economiche alla prova dell'innovazione tecnologica e della sharing economy»*, in *ApertaContrada*, 2016.

CAPUTO E., *Il fenomeno dei negozi collegati e sue applicazioni in tema di contratti assicurativi*, in *Giust. civ.*, 1975, I.

CARATOZZOLO R.: *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese in fintech introduzione profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari* a cura di M.T. Paracampo, 2017.

CARINGELLA F., *Contratti. Normativa e giurisprudenza ragionata*, Milano, 2008.

CARLEO R., *L'arbitro bancario-finanziario: anomalia felice o modello da replicare?*, in *Riv. arbitrato*, 2017.

CARNELUTTI F., *Arbitri e arbitratori*, in *Studi di dir. processuale*, Padova, 1925.

CARRARA G., *Contributo allo studio della formazione dei contratti*, Milano, 1915.

CARRIERO G., *Autonomia privata e disciplina del mercato: il credito al consumo*, in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) M. Bessone, Torino, 2007.

CASS., 11 febbraio 1976, n. 446, in *Rep. Foro it.*, 1976, voce «Arbitrato», n. 17.

CASS., 23 settembre 1964, n. 2404, in *Rep. Foro it.*, 1964, voce «Arbitrato», n. 36.

CASS., 25 giugno 1983, n. 4364, in *Rep. Foro it.*, 1983, voce «Arbitrato», n. 121.

CASS., 29 aprile 1983, n. 2949, in *Rep. Foro it.*, 1983, voce «Contratto in genere», n. 164.

CASS., 30 giugno 2005, n. 13954, in *Foro it.*, 2006, I.

CASS., 6 aprile 1973, n. 961, in *Rep. Foro it.*, 1973, voce «Arbitrato», n. 14.

CASSISA G., *In tema di collegamento tra negozi giuridici*, in *Giust. civ.*, 1971, I.

CASTELLANO G.G., *Towards a General Framework for a Common Definition of "Securities": Financial Markets Regulation in Multilingual Contexts*, in *Uniform Law Review*, 17, 3, 2012.

CASTIGLIA G., *Negozi collegati in funzione di scambio*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, II.

CATRICALÀ A., voce *Arbitraggio*, in *Enc. giur.*, Roma, 1988.

CERVONE E., *Strumenti di pagamento innovativi interoperabilità e neutralità tecnologica: quali regole e quale governance per un mercato sicuro, efficiente ed innovativo*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 4, 2016 - Supplemento n. 1.

CGFS (2010), *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, Report submitted by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 38.

CHINÉ G., *Spunti critici in tema di ratifica di contratti formali e di rappresentanza apparente*, in *Giust. civ.*, 2002.

CHIONNA V., *L'accertamento della natura di "operatore qualificato" del mercato di finanziario rispetto ad una società*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I.

CHIONNA V., *Strumenti finanziari e prodotti finanziari nel diritto italiano*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I.

CHITO M.B., in *Codice civile*, a cura di P. Rescigno, I, Milano, 2008.

CIAN M., *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in E. Gabrielli e R. Lener (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno e E. Gabrielli, vol. 2°, t. I, 2^a ed., Torino, 2011.

CLARICH M., *L'armonizzazione europea dei servizi di pagamento. L'attuazione della direttiva 2007/64/CE*, in AA.VV., *Scritti in onore di Francesco Capriglione*, Padova, 2010.

COLOMBO C., *Operazioni economico e collegamento negoziale*, Cedam, 1999.

COMITO V., *La sharing economy. Dai rischi incombenti alle opportunità possibili*, Roma, 2016.

COMMISSIONE DI STUDIO UNGDCEC FINANZA – SOTTOGRUPPO "START-UP E CROWDFUNDING" (a cura di), *Start-up innovative e i nuovi strumenti di sviluppo e crescita: il crowdfunding*, 2016.

COMMISSIONE EUROPEA, *Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments*, 2018.

COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM – CGFS (2010), *Macroprudential instruments and frameworks: a stocktaking of issues and experiences*, Report submitted by the Committee on the Global Financial System, CGFS Papers, n. 38.

CONSOB-CNDCEC, *L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, Position Papers, n. 6, 2016.

COSTI R., ENRIQUES L., *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, VIII, Padova, 2004.

COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Torino, 2016.

CRISCUOLO F., *Arbitraggio e determinazione dell'oggetto del contratto*, Napoli, 1995.

CRISCUOLO F., in *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, a cura di P. Perlingieri, Napoli, 2010.

CROCKET A., *Marrying the micro and macro-prudential dimensions of financial stability*, Remarks by, General Manager of the Bank of International Settlements and Chairman of the Financial Stability Forum, before the Eleventh International Conference of Banking Supervisors, held in Basel, 20-21 settembre 2000.

D'ADDA A., *Nullità parziale e tecniche di adattamento del contratto*, Padova, 2008.

D'AMICO P., *Rappresentanza*, I, *Diritto civile*, in *Enc.Giur.*, XXV, Roma, 1991.

D'ARIENZO R., COLTRO F., MARINI S., *Antiriciclaggio: Teoria e pratica per professionisti*, 2017.

DE CRISTOFARO G., *Contratti aventi ad oggetto "servizi finanziari" stipulati a distanza e tutela dei consumatori: il d.lgs. 19 agosto 2005, n. 190, di recepimento della direttiva 2002/65/CE*, in *Studium iuris*, 2006.

DE LORENZI V., *La rappresentanza*, in *Il codice civile. Commentario*, fondato da P. Schlesinger, diretto da S. D. Busnelli, Milano, 2012.

DE LUCA R., *Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015.

DE NOVA G., *La responsabilità dell'operatore finanziario per esercizio di attività pericolosa*, in *Contratti*, 2005.

DEL BENE F., *Strumenti finanziari e regole MiFID*, Ipsos ed., 2009.

DELIVORIAS A., *Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play*, European Parliamentary Research Service (ERPS), 2017.

DELLA ROCCA F., *I poteri del giudice nei contratti posti in essere per la raccolta del risparmio da parte di soggetti diversi dalle banche*, in corso di pubblicazione.

DENOZZA F., I conflitti d'interesse nei mercati finanziari e il risparmiatore "imprenditore di se stesso", in AA.VV., *I servizi del mercato finanziario. In ricordo di Gerardo Santini*, Milano, 2009.

DETTORI S., ZITO A., *Risparmio (tutela del)*, in G. Greco, M. P. Chiti (a cura di), *Trattato di diritto amministrativo europeo*, Milano, 2007.

DI MARZIO F., *Codice del consumo, nullità di protezione e contratti del consumatore*, in *Riv. dir. priv.*, 2005.

DI MARZIO F., MACARIO F. (a cura di), *Autonomia negoziale e crisi d'impresa*, Milano, 2010.

DI NANNI C., *I negozi collegati nella recente giurisprudenza*, in *Dir. giur.*, 1976.

DI RAIMO R., *Autonomia privata e dinamiche del consenso*, Napoli, 2003.

DI RAIMO R., *Categorie della crisi economica e crisi delle categorie civilistiche il consenso e il contratto nei mercati finanziari derivati*, in *Giust. civ.*, 2014.

- DI RAIMO R., *Disintermediazione e struttura dei mercati finanziari digitalizzati. Primi appunti*, in *Fintech; diritto, tecnologia e finanza*, a cura di R. Lener 2018.
- DI RAIMO R., *Finanza, finanza derivata e consenso contrattuale*, in *Rivista diritto bancario*, 2014.
- DI RAIMO R., *Fisiologia e patologie della finanza derivata. Qualificazione giuridica e profili di sistema*, in F. Cortese e F. Sartori (a cura di), *Finanza derivata, mercati e investitori Collana Iura*, Pisa, 2010.
- DI RAIMO R., *Il "diritto privato" delle funzioni pubbliche: note sui più recenti sviluppi di una tendenza*, in *Studi in memoria di V. E. Cantelmo*, Napoli, 2003.
- DI RAIMO R., *Ufficio di diritto privato, natura del «potere» dispositivo e fondamento variabile dell'iniziativa negoziale*, in *Maestri italiani del diritto civile S. Pugliatti*, a cura di S. Ciccarello, A. Gorassini e R. Tommasini, Napoli, 2016.
- DI SABATO D., *La prassi contrattuale nella sharing economy*, in *Riv. dir. impr.*, 3, 2016.
- DI SABATO D., LEPORE A. (a cura di), *Sharing economy. Profili giuridici*, Napoli, 2018.
- DRAETTA U., *La protezione dei consumatori e i servizi finanziari forniti a distanza: la legge italiana di attuazione della direttiva comunitaria*, in *Dir. comm. int.*, 2005.
- FACCIOLI M., in *Commentario breve al codice civile*, a cura di G. Cian, A. Trabucchi, sub art. 1349, Padova, 2011.
- FANCIARESI G., *Gli obblighi informativi dell'intermediario finanziario tra nullità e responsabilità*, in *Corr. giuridico*, 2017.
- FASANO A. (a cura di), *I vizi del consenso*, Torino, 2013.
- FAUCEGLIA G., *I contratti bancari*, in *Trattato di diritto commerciale*, Sez. III - Tomo 2, diretto da Vincenzo Buonocore.
- FAVALE R., *La conclusione del contratto telematico*, in *Giur. merito*, 2013.
- FAZZALARI E., *Arbitrato e arbitraggio*, in *Riv. arb.*, 1993.
- FERRANDO G., *Criteri obiettivi e «mistica della volontà» in tema di collegamento negoziale*, in *Foro pad.*, 1974, I.
- FERRARA F. jr., *Le banche e le operazioni di banca (Lezioni tenute nell'anno accademico 1939-40)*, ora in *Scritti Minori*, Vol. III, Milano, 1997.
- FERRARO F., *Analogia e codici di settore*, in *Riv. dir. civ.*, 2011.
- FERRERO V., *Real Estate, può essere il futuro «sicuro» del crowdfunding?*, in *Diario del Web*, 01/08/2017.
- FERRI G. B., *Considerazioni sul problema della formazione del contratto*, in *Riv. dir. comm.*, 1969, I.
- FERRI G. B., *In tema di formazione progressiva del contratto e di negozio formale "per relationem"*, in *Riv. dir. comm.*, 1964, II.
- FERRI G. B., *Ordine pubblico, buon costume e teoria del contratto*, Milano 1970.
- FERRI G., voce *Deposito bancario*, in *Enc. dir.*, XII, Milano.
- FERRO-LUZZI P., *Attività e «prodotti» finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2010.

FICI A., voce *Contratto incompleto*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, Aggiornamento, I, Milano, 2007.

FILOTTO U. (a cura di), *Peer to peer lending: mito o realtà*, Roma, 2016.

FILOTTO U., COSMA S., *Manuale del credito al consumo*, II ed., Egea ed., 2011.

Financial Stability Board (FSB), 2017, *Financial Stability Implications from FinTech. Supervisory and Regulatory in sues that Merity Authorities attention*. June 2017.

FINGLETON J., STALLIBRASS D., *Imprese peer to peer, regolamentazione e concorrenza*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 3, 2015.

FINOCCHIARO G., *Il nuovo regolamento europeo sulla privacy e sulla protezione dei dati personali*, Zanichelli ed., 2017.

FIORENTINO A., *Dei contratti bancari*, in *Comm. Scialoja-Branca*, Bologna Roma, 1956.

FIORI R., *Il problema dell'oggetto del contratto nella tradizione civilistica*, in AA.VV., *Modelli teorici e metodologici nella storia del diritto privato. Obbligazioni e diritti reali*, Napoli, 2003.

FLORINDI E., *Il contratto digitale*, in *Dir. informatica e informazione*, 1999.

FOSCHINI M., *Il diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

FRATINI M., *Commento all'art. 1, commi 1 e 2 T.U.F.*, in M. Fratini e G. Gasparri (a cura di), *Il Testo unico della Finanza, artt. 1-90*, I, Torino, 2012.

FRATINI M., *Sub art. 1, 1° co., lett. u), co. 1-bis, lett. a), b), c); co. 1-ter; 2° co.*, in M. Fratini, G. Gasparri, *Il testo unico della finanza*, Utet ed., 2012.

G. QUARANTA, *Crowdfunding: esame della disciplina e ruolo dei gestori dei portali per la raccolta dei fondi*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo n. 2, G. Giappichelli Editore, 2017.

G. QUARANTA, *Il crowdfunding*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo, n. 4, G. Giappichelli Editore, 2017.

G. QUARANTA, *Crowdfunding. Il finanziamento della folla, o dei "folli"?*, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo n. 5, G. Giappichelli Editore, 2016.

GABRIELLI E., *Contratto completo e clausola di arbitraggio*, in *Riv. dir. civ.*, 2001, II.

GABRIELLI E., *Il contenuto e l'oggetto*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, *I contratti in generale*, I, Milano, 2006.

GABRIELLI E., *Il contratto di arbitraggio*, in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, *I contratti di composizione delle liti*, II, Milano, 2005.

GABRIELLI E., *Storia e dogma dell'oggetto del contratto*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I.

GABRIELLI E., voce *Arbitraggio*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, Aggiornamento, I, Torino, 2003.

GAFFURI L., *I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi*, Milano, 2010.

GALASSO, A. *Contratti di credito e titoli bancari*, Padova, 1971.

GALGANO F., *Diritto Privato*, Cedam.

GALGANO F., *Trattato di diritto civile*, 2010.

GALLO F., voce *Arbitrio del terzo (disposizioni rimesse all')*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, I, Torino, 1989.

GAMBARINI F., *Crowdinvesting, che passione: in Italia raccolti 249 milioni di euro*, in *Corriere della Sera*, 17/07/2018.

GANDOLFI G., *Sui negozi collegati*, in *Riv. dir. comm.*, 1962, II.

GAZZONI F., *Manuale di diritto privato*, ESI.

GENTILI A., *Disinformazione e invalidità: i contratti di intermediazione dopo le Sezioni Unite*, in *Contratti.*, 2008.

GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea ed., 2018.

GIORDANO D., *Le limitazioni all'autonomia privata nelle società di capitali*, Milano, 2006.

GIORGIANNI M., *Negozi giuridici collegati*, in *Riv. it. scienze giur.*, 1937.

GITTI G., *Problemi dell'oggetto*, in *Trattato del contratto*, diretto da V. Roppo, II, Milano, 2006.

GIULIANI A., *Le disposizioni sulla legge in generale gli articoli da 1 a 15*, in *Trattato di diritto privato*, (diretto da) P. Rescigno, Torino, 1999.

GIURGIOLA M., *La direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari: l'epilogo di una lunga attesa*, in *Le Società*, 2003.

GRAZIADEI M., SACCO R., *Sostituzione e rappresentanza*, in *Dig. disc. priv.*, Utet, 1998.

GRAZIANO N., (a cura di), *Il mutuo bancario*, Cedam, 2013

GRECO F., *L'onere/obbligo informativo: dalla normazione paternalistica all'information overload(ing)*, in *Resp. civ. prev.*, 2017.

GUACCERO A., *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, I.

GUADAGNO S., *Squilibrio contrattuale: profili rimediali e intervento correttivo del giudice*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2015.

GUARNERI A., *Ordine pubblico*, in *Dig. disc. priv.*, XIII, Torino, 1995.

GUARRACINO F., *Commento all'art. 23 t.u.f.*, in AA.VV., *Commentario breve al codice civile. Leggi complementari*, a cura di G. Alpa, P. Zatti, Padova, 2004, tomo II.

GUERNELLI M., *L'intermediazione finanziaria fra tutela del mercato, legislazione consumeristica e orientamenti giurisprudenziali*, in *Giur. comm.*, 2009.

GUIZZI F., *La tutela del risparmio nella Costituzione*, in *Il Filangieri*, n. 2-3-4/2005.

HALDANE A., *Macroprudential policies. When and how to use them*, IMF rethinking macro Policy II Conference, First Step and Early Lessons, 16-17 aprile 2013.

IEMMA P., CUPPINI N., *La negoziazione per conto proprio e l'esecuzione di ordini per conto dei clienti*, in *Contratti di finanziamento bancario, di investimento, assicurativi e derivati*, II ed., Ipsoa ed., 2016.

IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (FinTech)*, february 2017.

IRTI N. «*Codici di settore*»: *compimento della «decodificazione»*, in *Dir. e soc.*, 2005.

IRTI N., *L'età della decodificazione*, in *Dir. e soc.*, 1978, e ora in *L'età della decodificazione*, IV ed., Milano, 1999.

JANNARELLI A., *Il contraente risparmiatore*, in Capriglione (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013.

KIRBY E. e WORNER S., *Crowdfunding: An Infant Industry Growing Fast*, OICV-IOSCO Staff Working Paper 3/2014.

LENER G., *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999.

LENER R. (a cura di), *Diritto del mercato finanziario*, Torino, 2011.

LENER R., *Sui certificati bancari di deposito*, in *Banca borsa tit. cred.*, 4, 2013, I.

LIBONATI B., *Diritto Commerciale – Impresa e società*, Milano, 2005.

LUPOI A., *I prodotti finanziari nella realtà del diritto: rilevanza del rischio finanziario quale oggetto dell'operazione d'investimento*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 4, 2016, Supplemento n.1.

MACARIO F., MILETTI M. N. (a cura di), *Tradizione civilistica e complessità del sistema. Valutazioni storiche e prospettive della parte generale del contratto*, Milano, 2006.

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

MACCHIAVELLO E., *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment based crowdfunding in Europa*, in *Banca, impresa e società*, 1, 2017.

MACCHIAVELLO E., *Peer to peer lending ed informazione: la tutela dell'utente on line tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015.

MACCHIAVELLO E., *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law*, 2015.

MACCHIAVELLO E., *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: microfinanza e peer to peer lending*, in *Banca Impresa e società*, 2, 2013.

MAFFEIS D., *Discipline preventive nei servizi investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008.

MAFFEIS D., *L'ufficio di diritto privato dell'intermediario e il contratto derivato over the counter come scommessa razionale*, in *Swap tra banche e clienti*, Milano, 2014.

MAJELLO, *Custodia e deposito*, Napoli, 1958.

MANZI V., *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in *I contratti dei risparmiatori*, a cura di Capriglione, Milano, 2013.

MARANI G., *In tema di arbitrato, arbitraggio, perizia contrattuale*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1983.

MARSDEN C. T., *Internet co-regulation*, Cambridge, 2011.

MARTORANO F., *I libretti di deposito*, in G. B. Portale (a cura di), *Le operazioni bancarie*.

MAUGERI M., *Elementi di criticità nell'equiparazione, da parte dell'AEEGSI, dei "prosumer" ai "consumatori" e ai "clienti finali"*, in *Nuova Giurisprudenza Civile*, 2015.

MENGONI L., *Autonomia privata e Costituzione*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 1997.

MESSINEO F., voce *Contratto collegato*, in *Enc. del dir.*, vol. X, Milano, 1962.

MILLER S.R., *First principles for regulating the sharing economy*, in *Harvard Journal of legislation*, 2016.

MILNE, P. PARBOTEEAH, *The Business Models and Economics of Peer-to-Peer Lending*, *European Credit Research Institute*, 2017.

MIOLA M., *Commento sub art. 21*, in AA.VV., *Testo unico della finanza. Commentario*, diretto da G. F. Campobasso, I, Torino, 2002.

MOLONEY N., *How to Protect Investors: Lessons from the EC and the UK*, Cambridge, 2010.

MORSILLO G., *Brevi osservazioni in tema di nesso genetico fra contratti*, in *Giur. agr.*, 1963.

NATOLI U., *La rappresentanza*, Milano.

NATOLI U., *Rappresentanza (dir. priv.)*, in *Enc. dir.* vol. XXXVIII, Milano, 1987.

NIGRO A., SANTORO V. (a cura di), *La tutela del risparmio*, Torino, 2007.

NIUTTA A., *Prodotti, strumenti finanziari e valori mobiliari nel Tuf aggiornato in base alla Mifid (con il d.lgs. n. 164/2007)*, in *Riv. dir. comm.*, 1, 2009.

ONZA M., *La «trasparenza» dei «servizi di pagamento» in Italia (un itinerario conoscitivo)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I.

ONZA M., SALAMONE L., *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009.

OPINION OF THE EUROPEAN BANKING AUTHORITY ON LENDING-BASED CROWDFUNDING del 26 febbraio 2015.

ORLANDO L., *L'anticipo fattura corre sul web*, in *Il Sole 24 ore*, 23 marzo 2017.

ORMANNI A., *Forma del negozio giuridico*, in *Nuoviss. Dig. It.*, VII, Torino, 1961.

PAGLIANTINI S., *La riconcettualizzazione processuale del contratto: le Sezioni unite sulla rappresentanza senza potere nel dualismo fra tutela obbligatoria e reale dell'affidamento*, in *Contratti*, 2015.

PAIS I., PERETTI P., SPINELLI C., *Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*, Egea, 2014.

PALAZZO A., *Forme del negozio giuridico*, in *Digesto civ.*, VIII, Torino, 1991.

PANZA G., *Ordine pubblico I) Teoria generale*, in *Enc. giur.*, XXII, Roma, 1990.

PARACAMPO M.T., *La direttiva 2002/65/CE sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari e la tutela del consumatore*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2003, II.

PARDOLESI R., *Prefazione*, a COLANGELO G., *L'abuso della dipendenza economica tra disciplina della concorrenza e diritto dei contratti. Un'indagine comparata*, Torino, 2004, XII.

PAROLA F. (a cura di), *Falsus procurator e poteri officiosi del giudice*, in *Contratti*, 2016.

PASSAGNOLI G., *sub art. 38*, in G. Vettori (a cura di), *Codice del consumo - Commentario*, Padova, 2007.

PEPE G., *Atti giuridici e principio di conservazione*, in *Riv. dir. amm.*, 2015.

PERLINGERI P., *L'incidenza dell'interesse pubblico sulla negoziazione privata*, in *Rass. dir. civ.*, 1986.

PERLINGERI P., *La personalità umana nell'ordinamento giuridico*, Napoli, 1972.

PERLINGIERI G., *L'inesistenza della distinzione tra regole di comportamento e di validità nel diritto italo-europeo*, Napoli, 2013.

PERLINGIERI G., *Profili applicativi della ragionevolezza nel diritto civile*, Napoli, 2015.

PERLINGIERI G., *Regole e comportamenti nella formazione del contratto. Una rilettura dell'art. 1337 codice civile*, Napoli, 2003.

PIATTELLI U., *Il crowdfunding in Italia, Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013.

PIATTELLI U., *Legal Frameworks in Europe for Crowdfunding Business. Presentation during Vilnius 6th ECN Crowdfunding Convention*, Osborne Clarke, 2017.

PICARDI L., *Commento sub art. 23*, in AA.VV., *Testo Unico della finanza, commentario* diretto da Campobasso, I, Torino 2002.

PIERUCCI A., *L'arbitro bancario e finanziario: l'esperienza applicativa*, in *Giur. comm.*, 2014, I.

PINTO M., *L'«equity based crowdfunding» in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal «Decreto Crescita»*, in *Le Società*, 2013.

PISAPIA A., *La tutela per il trattamento e la protezione dei dati personali*, Torino, 2018.

PISCITELLI R G., *Negoziazione in rete e contratti «tra» computer*, in *Dir. informatica e informazione*, 2002.

PIZZETTI F., *Privacy e il diritto europeo alla protezione dei dati personali: Il Regolamento europeo 2016/679*, Torino, 2016.

POLITECNICO DI MILANO, *2° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano - School of Management, 2017.

POLITECNICO DI MILANO, *3° Report italiano sul CrowdInvesting*, Politecnico di Milano - School of Management, 2018.

PONTIROLI L., *La disciplina del pagamento nella vendita a distanza dei servizi finanziari: prime considerazioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, I.

PRESTI G., *Mezzi e fini nella nuova regolazione finanziaria*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1, 2010, I.

PUGLIATTI S., *Il conflitto di interessi tra principale e rappresentante*, in *Studi sulla Rappresentanza*, Milano, 1965.

PUGLIATTI S., *Programma di un corso introduttivo sulla rappresentanza*, in ID., *Studi sulla rappresentanza*, Milano, 1965.

QUADRI S., *L'approccio europeo alla sharing economy*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 4, 2016, Supplemento n. 1.

QUARANTA G., *Crowdfunding. Il finanziamento della folla, o dei "folli"?*, *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo n. 5, G. Giappichelli Editore, 2016.

QUARANTA G., *Crowdfunding: esame della disciplina e ruolo dei gestori dei portali per la raccolta dei fondi*, *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo n. 2, G. Giappichelli Editore, 2017.

QUARANTA G., *Il crowdfunding*, *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Fascicolo, n. 4, G. Giappichelli Editore, 2017.

RABITTI M., *Contratto illecito e norma penale*, Milano, 2000.

Committee on the Global Financial System (CGFS) and the Financial Stability Board (FSB): *FinTech Credit-Market Structure, Business Models and Financial Stability Implications*, 22 May 2017 .

ROPPO V., *Il contratto*, Milano, 2001.

ROSSI CARLEO L., *Consumatore, consumatore medio, investitore e cliente: frazionamento e sintesi nella disciplina delle pratiche commerciali scorrette*, in *Eur. dir. priv.*, 2010.

ROSSI G., *La legge sulla tutela del risparmio ed il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, n. 6/2007.

RULLI E., *Banche, non banche e social network: quale disciplina?*, in *Riv. Trim. Dir. Econ.*, 4, 2016. Supplemento n. 1.

RUSCONI G., *Le fatture all'asta in cerca di liquidità* in *Il Sole 24 Ore*, 25 aprile 2017.

SACCO R., DE NOVA G., *Il contratto*, in *Tratt. Rescigno*, 10, Torino, 1982.

SACCO R., *Il contratto*, in *Trattato di diritto civile*, vol. I, UTET, Torino, 2004.

SACCO R., voce *Determinatezza dell'oggetto del contratto*, in *Dig. disc. priv. - Sez. civ.*, Milano, 2010.

SALANITRO N., *Titoli di credito e strumenti finanziari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2009, I.

SANGIOVANNI V., *Il diritto di recesso nella commercializzazione a distanza di prodotti finanziari*, in *Contratti*, 2009.

SANGIOVANNI V., *L'informazione del consumatore nella commercializzazione a distanza di servizi finanziari*, in *Rivista di diritto bancario*, 2008.

SANTINI F., BORTOLUS N., *I contratti in generale*, in *Il diritto privato nella giurisprudenza*, a cura di P. Cendon, VI, Torino, 2000.

SANTORO V., *Gli Istituti di pagamento*, in *Armonizzazione europea dei servizi di pagamento e attuazione della direttiva 2007/64/CE*, a cura di M. Rispoli Farina, V. Santoro, A. Sciarrone Alibrandi, O. Troiano, Milano, 2009.

SANTORO V., *I conti di pagamento degli Istituti di pagamento*, in *Giur. Comm.*, 2008, I.

SANTORO V., in *Commentario al codice civile*, diretto da P. Cendon, IV, *sub art. 1349*, Torino, 2001.

SANTORO V., TONELLI E., *Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2014.

SARCINELLI M., *La legge per la tutela del risparmio. Un anno dopo*, in P. Abbadessa, F. Cesarini (a cura di), *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto tra giuristi ed economisti*, Bologna, 2007.

SARTORI F., *Il mediatore creditizio: profili di disciplina*, in *Rivista di diritto bancario*, 2006.

SARTORI F., *Informazione economica e responsabilità civile*, Padova, 2011.

SCADUTO G., *Gli arbitratori nel diritto privato*, in AUPA, XI, 1923.

SCHENA C.M., TANDA A., ARLOTTA C., POTENZA G., *Lo sviluppo del FinTech opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, *Quaderni FinTech*, CONSOB, 2017.

SCHIZZEROTTO G., *Arbitrato improprio e arbitraggio*, Milano, 1967.

SCHLESINGER P., *Complessità del procedimento di formazione del consenso ed unità del negozio contrattuale*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1964.

SCHWARCZ S. L., *Systemic Risk*, *Georgetown Law Journal*, 2008.

SCOGNAMIGLIO R., *Collegamento negoziale*, in *Enc. dir.*, vol. VII, Milano, 1960.

SCOGNAMIGLIO R., *Dei contratti in generale. art. 1321- 1352*, in *Commentario del cod. civ. Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Bologna-Roma, 1970.

SCOTTI GALLETTA A., *Negozi collegati e negozio di collegamento*, in *Dir. e giur.*, 1968.

SEMERARO M., *Dichiarazione di operatore qualificato e meritevolezza dei derivati OTC*, in *Rivista diritto bancario*, 2013.

SENOFONTE P., *In tema di negozi collegati*, in *Dir. giur.*, 1960.

SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*, Egea ed., 2018.

SFAMENI P., GIANNELLI A., *Diritto degli intermediari e dei mercati finanziari*.

SHLEIFER A., VISHNY R., *Fire Sales in Finance and Macroeconomics*, *Journal of Economic Perspectives*, 2011.

SICA A., *Il decreto legislativo 9 aprile 2003 n. 70: autoregolamentazione e codici deontologici nei contratti telematici*, in *Dir. informatica e informazione*, 2003.

SIROTTI GAUDENZI E., *La riforma in ambito bancario*, 2016.

SMORTO G., *Verso la disciplina giuridica della sharing economy*, in *Mercato, concorrenza e regole*, 2, 2015.

SMORTO G., BONINI T., *Shareable! L'economia della condivisione*, Roma, 2017.

SMORTO G., *I contratti della sharing economy*, in *Foro it.*, 4, 2015.

SOLDATI N., *Responsabilità del promotore finanziario e onere della prova*, in *Le Società*, 2018.

SPALLAROSSA M.R., *Contratti collegati e giudizio di buona fede*, in *Giur. merito* 1972.

STEMLER A., *The myth of the sharing economy and its implication for regulating innovation*, 2016.

- TENCALLA M., *Equity Crowdfunding per tutte le PMI con la Legge di Bilancio 2017: aspetti tributari*, in *Rivista di Diritto Tributario*, 03/03/2017.
- TOFFLER A., *The Third Wave*, New York, 1980, edizione italiana, *La terza ondata*, traduzione a cura di L. Berti, Milano, 1987.
- TORELLI A., *Contratti a distanza e tutela del consumatore. La nuova disciplina nella commercializzazione dei servizi finanziari*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2006.
- TRIB. BERGAMO, 18 maggio 2005, in *Giur. merito*, 2005, 12.
- TRIB. MILANO, sez. imprese, 6 dicembre 2017, n. 12344, in *Contratti*, 2018.
- TROIANO P., *Il collegamento contrattuale volontario*, Centro copie Pioda, 1999;
- TROISI A., *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014.
- TRUBIANI F., *La microimpresa dentro e fuori il Codice del consumo*, in *Studium iuris*, 2016.
- TRUBIANI F. *Clausole vessatorie nella contrattazione d'impresa e tutela privatistica della microimpresa*, in R. Carleo (a cura di), *Problemi del contratto e diritto privato europeo. L'esperienza della Spagna*, Napoli, 2014.
- VASETTI M., voce *Arbitraggio*, in *Noviss. dig. it.*, I, Torino, 1958.
- VIGONE L., *Contratti atipici – Guida ai principali contratti commerciali e finanziari*, Milano, 1998.
- VILLA G., *La determinazione mediante arbitraggio*, in *Studium Iuris*, 2001.
- VITALI M.L., *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Rivista soc.*, 2014.
- ZUDDAS G., *L'arbitraggio*, Napoli, 1992.

SITOGRAFIA

http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/esme/fin-instruments-050308_en.pdf
<http://ec.europa.eu/yqol/index.cfm?fuseaction=question.show&questionId=150>
<http://www.forumcostituzionale.it>
<http://www.workinvoice.it/vendi-le-tue-fatture/faq/>
<https://eurocrowd.org/2012/10/26/about-crowdfunding-2/>
<https://ssrn.com/abstract=1577556>
<https://www.borsadelcredito.it>
<https://www.prestiamoci.it/files/Regolamento-del-Marketplace-20160907.pdf>
<https://www.smartika.it/static/upload/i-p/i-principi-smartika.pdf>
<https://www.smartika.it/static/upload/reg/regolamento-smartika-lender-protection1.pdf>
www.borsadelcredito.it/Documents/P2P_Protezione_Prestatore.pdf?data=29-03-17
www.soisy.it/pdf/Garanzia_Soisy.pdf
www.credimi.com/it/chi-puo-usarlo
www.credimi.com/it/come-funziona
www.credimi.com/it/credito-di-filiera
www.credimi.com/it/faq
www.crowd-funding.cloud
www.crowdfuture.net
www.dirittobancario.it
www.eurocrowd.org
www.ilcaso.it
www.iusexplorer.it
www.pluris-cedam.utetgiuridica.it
www.smartika.it/static/upload/reg/regolamento-smartika-lender-protection-v.2-2016.pdf
www.ssrn.com
www.workinvoice.it/anticipo-fatture/