

Quaderni FinTech

Marketplace lending

Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?

*A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti,
F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi*



CONSOB

COMMISSIONE NAZIONALE
PER LE SOCIETÀ E LA BORSA

5

luglio 2019

*Nella collana dei Quaderni **FinTech**
sono raccolti lavori di ricerca relativi
al fenomeno «FinTech» nei suoi molteplici aspetti
al fine di promuovere la riflessione e
stimolare il dibattito su temi attinenti
all'economia e alla regolamentazione
del sistema finanziario.*

Tutti i diritti riservati.
È consentita la riproduzione
a fini didattici e non commerciali,
a condizione che venga citata la fonte.

CONSOB

00198 Roma - Via G.B. Martini, 3

t +39.06.84771 centralino

f +39.06.8477612

20121 Milano - Via Broletto, 7

t +39.02.724201 centralino

f +39.02.89010696

h www.consob.it

e studi_analisi@consob.it

ISBN 9788894369755

Marketplace lending

Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?

A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi (*)

Sintesi del lavoro

Il *marketplace lending* è uno fra i fenomeni più interessanti in ambito *FinTech*, non solo per la rapidità con cui negli ultimi anni, specie in Paesi diversi dall'Italia, è venuto ad espandersi in termini di volumi (sia pure ancora limitati quanto a valore assoluto), ma soprattutto per il carattere innovativo dei modelli di *business* in cui il fenomeno stesso si traduce: modelli in grado di mettere in discussione consolidate partizioni e categorie del settore finanziario, ponendo rilevanti questioni dal punto di vista della strategia regolatoria.

Si tratta di una forma di finanziamento alternativa a quelle tradizionali e riconducibile, per un verso, all'applicazione al settore dei servizi finanziari di tecniche di intermediazione digitale sviluppate nell'*e-commerce* e, per un altro, al più ampio ambito del *crowdfunding*. Nel "genere" *crowdfunding*, e al di là delle scelte terminologiche, la "specie" in discorso si connota per l'essere imperniata sulla raccolta di finanziamenti da parte di soggetti privati (individui o imprese), effettuata tramite una piattaforma, normalmente accessibile via internet. Si è scelto di riferirsi al fenomeno in discorso con il termine *marketplace lending* perché esso ha il pregio di mettere l'accento sul profilo che può dirsi più peculiare di tale nuovo modello operativo: il trattarsi di una attività organizzata in modo tale da assemblare (in modo nuovo e originale rispetto ai modelli tradizionali grazie alla presenza della piattaforma) la prospettiva creditizia (*lending*) con quella del mercato (*marketplace*). Ci troviamo di fronte, infatti, a un modello di *business* nuovo, che - grazie all'innovazione tecnologica e, in particolare, all'utilizzo di tecnologie abilitanti quali la struttura di piattaforma e i *big data analytics* - consente il soddisfacimento di bisogni "classicamente" finanziari (come il bisogno di finanziamento, di singoli come di enti collettivi, e quello di

(*) Antonella Sciarrone Alibrandi, Ordinario di Diritto bancario, Facoltà di Scienze Bancarie, Finanziarie e Assicuratrici, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; antonella.sciarrone@unicatt.it;

Giuliana Borello, Ricercatore di Economia degli intermediari finanziari, Dipartimento di Economia aziendale, Università di Verona; giuliana.borello@univr.it;

Roberto Ferretti, Avvocato, Studio Legale Bonora e Associati, Milano; membro dell'organo decidente dell'Arbitro Bancario Finanziario (Milano); r.ferretti@studiobonora.it;

Francesca Lenoci, Post-Doctoral Researcher, Università Cattolica del Sacro Cuore; francescadaniela.lenoci@unicatt.it;

Eugenia Macchiavello, Professore a contratto di diritto bancario, Università degli studi di Genova; assegnista di ricerca, Università degli studi di Roma 3; eugenia.macchiavello@unige.it;

Francesca Mattassoglio, Ricercatore di diritto dell'economia, Dipartimento di scienze economico-aziendali e diritto per l'economia, Università degli studi di Milano Bicocca; francesca.mattassoglio@unimib.it;

Federico Panisi, dottorando di ricerca, Università degli studi di Brescia; f.panisi@unibs.it.

Si ringraziano Giuseppe D'Agostino e Pasquale Munafò (Consob) e gli altri partecipanti del gruppo di lavoro *FinTech* per gli utili commenti. Si ringraziano inoltre gli operatori che hanno partecipato alle interviste e risposto alle nostre domande. Errori e imprecisioni sono imputabili esclusivamente agli autori. Le opinioni espresse nel lavoro sono attribuibili esclusivamente agli autori e non impegnano in alcun modo le istituzioni di appartenenza.

investimento) ma con modalità differenti da quelle tradizionali. E, a giudicare dalle sempre maggiori dimensioni che il *marketplace lending* è andato negli anni assumendo a livello mondiale, sembra trattarsi, quantomeno *prima facie*, di **modalità che rispondono in modo efficace a bisogni finanziari concreti**, nel senso che la presenza delle piattaforme genera una serie di vantaggi sia per i *crowd-borrower* sia per i *crowd-investor*, producendo, tuttavia, anche **potenziali nuovi rischi** di lesione di quegli stessi interessi non da oggi alla base della regolazione del sistema finanziario (tutela del risparmio, degli investitori e, più in generale, dei clienti; riduzione di asimmetrie informative, azzardo morale e selezione avversa; stabilità, buon funzionamento e competitività del sistema finanziario; fiducia nel sistema medesimo). Ciò conduce alla necessità non solo di ricondurre questo tipo di attività a tale alveo, ma anche di farlo, date le peculiarità del modello di *business* in discorso, con una **normativa dedicata e disegnata secondo un approccio *activity-based***, che risponda ad una logica **funzionale** (in ragione delle peculiari funzioni svolte dalle piattaforme), **proporzionale** (in considerazione dei volumi, complessità dell'attività e dei prodotti) e in grado di tutelare sia i *crowd-investor* che i *crowd-borrower*.

Il Quaderno è articolato in tre parti.

Nella Parte I è contenuto l'inquadramento generale del fenomeno, a partire dalla struttura portante del *marketplace lending*, ovvero la **piattaforma digitale**, di cui verranno messi in luce i tratti caratterizzanti e il dibattito in corso sull'opportunità di un intervento regolatorio riferibile in generale a tale modello operativo (cioè, indipendente dallo specifico mercato in cui esso opera), oltre che rivolto in modo puntuale alle piattaforme che offrono servizi di *crowdfunding*.

Obiettivo della Parte II è, invece, offrire un'**analisi in chiave economica del *marketplace lending***, attraverso un'analisi – distinta per il mercato internazionale e per quello domestico – dei principali modelli di *business* utilizzati dalle piattaforme e i loro volumi di attività. Dato il ruolo centrale e caratterizzante giocato dalla **valutazione del merito creditizio** dei richiedenti nel novero dei servizi offerti dai *lending marketplace* ai loro utenti, ad essa sarà riservata una analisi *ad hoc* (con particolare attenzione alle modalità innovative attraverso cui tale servizio viene reso).

Nella Parte III, verrà poi svolta un'**analisi in chiave giuridica della struttura e del funzionamento dei *lending marketplace***. Dapprima si vaglierà l'operatività delle piattaforme rispetto alle riserve di attività che presidiano, per lo più a livello europeo, il settore finanziario in senso lato (raccolta del risparmio e/o erogazione del credito, prestazione di servizi di pagamento; prestazione di servizi di investimento); ancora, si valuterà l'applicabilità ai *lending marketplace* di **altre discipline** relative al settore finanziario (antiriciclaggio e usura) come pure di normative di più ampia portata (ad es. la tutela dei consumatori e la protezione dei dati), verificandone la congruità con l'attività esercitata dalle piattaforme; in seguito, si svolgerà un approfondimento, in chiave giuridica, del servizio di **valutazione del merito creditizio** che si è detto assumere importanza centrale fra quelli offerti dalle piattaforme.

L'analisi in chiave giuridica si sposterà poi sul piano internazionale attraverso l'**esame di alcune normative speciali** di recente adottate da alcuni Stati europei per disciplinare il fenomeno del *marketplace lending* (a volte congiuntamente con l'*equity crowdfunding*), nonché della recente **Proposta di regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (ESCPs)**.

Il Quaderno si chiuderà, infine, con alcune **conclusioni** in ordine all'opportunità di regolare il *marketplace lending* nel contesto di un più **generale ripensamento delle attuali strategie normative** di regolazione e di supervisione finanziaria, reso necessario per far fronte alle opportunità e ai rischi che l'innovazione tecnologica porta con sé.

Marketplace lending

Towards new forms of financial intermediation?

A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi ()*

Abstract

Marketplace lending is one of the most interesting phenomena in the FinTech area, not only for the registered growth rates in terms of volumes in the last few years, especially in countries other than Italy, but also and especially for the innovative character of the business models deployed: models able to **cast doubts on the traditional sectorial separations and categories of the financial sector**, therefore raising relevant issues from the point of view of regulatory strategies.

It represents an alternative form of financing which can be reconnected, on the one hand, to the application of digital intermediation techniques developed in the e-commerce area and, on the other hand, to the more general **crowdfunding** phenomenon. In fact, marketplace lending is characterized, within the crowdfunding *genus*, by realizing the **collection of financing by private entities (individuals or firms), through a digital platform** (generally accessible by the internet). We have decided to refer to such phenomenon with the term 'marketplace lending', which allows to underline the most peculiar feature of this business model, i.e. being an activity organized in such a way to **put together** (in a new and original way, compared to traditional intermediaries' models, thanks to the presence of platforms) **the lending perspective with the one of capital markets and trading venues**. We are in fact observing a new business model, which – thanks to technological innovation and, in particular, to the use of enabling technologies (such as platform structures and big data analytics) – allows the fulfillment of classical financial needs (e.g. the financing needs of individuals or legal persons and investment needs), but with models and structures different from traditional ones. Furthermore, considering the incredible and constant growth in size of marketplace lending worldwide, such new models and structures seem, at least at first sight, to **effectively respond to concrete financial needs**, with the platform presence creating a

(*) Antonella Sciarrone Alibrandi, Full Professor of Banking Law, Department of Banking, Financial and Insurance science, Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano; antonella.sciarrone@unicatt.it;

Giuliana Borello, Assistant Professor of Financial Markets and Institutions, Department of Business Administration, Università di Verona; giuliana.borello@univr.it;

Roberto Ferretti, Attorney-at-law, Studio Legale Bonora e Associati, Milan; member of the 'Arbitro Bancario Finanziario' (Milan); r.ferretti@studiobonora.it;

Francesca Lenoci, Post-Doctoral Researcher, Università Cattolica del Sacro Cuore; francescadaniela.lenoci@unicatt.it;

Eugenia Macchiavello, Lecturer/Adjunct Professor in Banking Law, University of Genoa; Researcher, University of Rome 3; eugenia.macchiavello@unige.it;

Francesca Mattassoglio, Assistant Professor of Economic Law, Dipartimento di scienze economico-aziendali e diritto per l'economia, Università degli studi di Milano Bicocca; francesca.mattassoglio@unimib.it;

Federico Panisi, Ph.D. candidate, Università degli studi di Brescia; f.panisi@unibs.it.

range of advantages both for crowd-borrowers and for crowd-investors. Nonetheless, the same also creates **potential new risks**, endangering in particular the same interests traditionally grounding and protected by financial regulation (depositor and investor protection and, more generally, client protection; reduction of asymmetric information, moral hazard and adverse selection problems; stability, correct functioning and competitiveness of the financial system; trust in the financial system). This highlights the need, not only to place marketplace lending within the scope of financial regulation, but also to do so in consideration of the peculiar features of this business model, through an *ad hoc* regime, designed employing an **activity-based approach** and a **functional** (therefore, also reflecting the particular functions performed by digital platforms) and **proportional** perspective (in consideration of volumes, complexity of activities and products) as well as able to protect both crowd-investors and crowd-borrowers.

The present contribution is organized in three sections.

In Section I, a first **description of marketplace lending and overview of the main regulatory issues** raised by the same are presented. It starts by analyzing, first, the **digital platform model**, which represents the fundamental structure of lending marketplaces, highlighting the peculiar features of the same and the current debate about the need to regulate such operative model *per se* (irrespective of the specific market and sector in which it operates), before moving more specifically to crowdfunding platforms.

Section II, instead, aims at offering an analysis of **marketplace lending from an economic perspective** through the analysis of the main business models deployed by lending marketplaces and activity volumes, distinguishing between (and separately analyzing) international and national markets. Considering the central role played by the **assessment of crowd-borrowers' creditworthiness** among the services offered by lending marketplaces to their users, we will reserve to such topic an *ad hoc* paragraph, with special regard to the innovative instruments deployed.

Section III will be dedicated to a comprehensive **legal analysis of the structure and functioning of lending marketplaces**. We will evaluate, first, the activities conducted by platforms in relation to the **activities reserved to authorized operators** – mostly in connection with a prescription in this sense at EU level – by financial regulation (e.g. collection of reimbursable funds and/or lending, payment services, investment services); second, we will assess the applicability to lending marketplaces of **additional disciplines** in the financial sector area (e.g. anti-money laundering and usury) as well as of rules of broader scope (e.g. consumer protection and data protection disciplines), verifying, moreover, the compatibility with the activity conducted by lending marketplaces; third, in consideration of its central relevance among platforms' services, we will focus again on the above mentioned **service of creditworthiness assessment**, this time from a legal perspective.

The legal analysis will then move to the international sphere, examining the *ad hoc* **regulations on marketplace lending** (and often on equity crowdfunding, too) adopted by certain European Member States, as well as the recent **Proposal for a regulation on European Crowdfunding Service Providers (ESCPs) for businesses**.

This contribution will **conclude** by presenting some thoughts and suggestions about the opportunity to regulate marketplace lending in the framework of a more **general rethinking of existing regulatory and supervisory strategies in the financial sector**, in order to adequately deal with the opportunities and risks entailed by technological innovation.

JEL Classifications: D18, E51, G21, G23, G24, G28, G29, G38, K12, K20, K22, K24, L14, L22, O16, O17.

Keywords: FinTech, crowdfunding, marketplace lending, marketplace investing, credit scoring, Prospectus, financial instrument, investment product, investment services, credit intermediary, banks, investment firms, consumer credit, business credit, institutional investors, securitization, secondary market, financing, investor protection, sharing economy, digital platforms, product governance, business model, algorithms, EU law, functional approach.

Sommario

PARTE I

<i>Lending marketplace</i> e piattaforme digitali. Questioni di fondo	11
1 Introduzione e struttura dell'opera	11
1.1 Precisazioni terminologiche e perimetro d'indagine	11
1.2 Sviluppo dell'analisi	15
2 La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech	16
2.1 La digitalizzazione economico-sociale ed il ruolo chiave delle piattaforme	16
2.2 Le "piattaforme finanziarie" e le aree di articolazione del FinTech	19
2.3 Regolare le piattaforme digitali: tra prime azioni per un <i>new deal</i> dell'economia digitale e strategie future	22
3 L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai <i>lending marketplace</i> . Linee di fondo	28
3.1 I <i>lending marketplace</i> in prospettiva regolatoria: disintermediazione o nuova forma di intermediazione?	28
3.2 Cenni comparatistici sui diversi approcci regolamentari al <i>marketplace lending</i>	32
3.3 Lo stato dell'arte in Italia	33
3.4 La necessità di un approccio regolatorio "funzionale"	36

PARTE II

Analisi economica dei <i>lending marketplace</i>	39
4 Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale	39
4.1 Microstruttura dei <i>lending marketplace</i>	39
4.1.1 Le origini del fenomeno e la sua trasformazione	39
4.1.2 I <i>business model</i> delle piattaforme secondo la mappatura IOSCO	41
4.1.3 Specializzazione dei <i>lending marketplace</i> sulla base delle caratteristiche soggettive degli utenti	47
4.1.4 (<i>segue</i>)... e sulla base delle finalità del finanziamento	50

4.1.5	Operatività <i>cross-border</i>	53
4.1.6	Meccanismi di allocazione delle somme e remunerazione dei <i>crowd-investor</i>	54
4.1.7	Forme di protezione per il finanziatore (prestiti <i>unsecured, protected</i> o <i>secured</i>)	56
4.1.8	<i>Screening</i> , altri servizi e schemi di remunerazione delle piattaforme	58
4.1.9	L'evoluzione degli assetti organizzativi dei <i>lending marketplace</i> : le forme di liquidazione anticipata	59
4.2	Dimensioni del <i>marketplace lending</i>	62
4.2.1	Qualche considerazione di scenario	62
4.2.2	Diffusione del <i>marketplace lending</i> a livello internazionale	71
4.2.3	Analisi di alcuni mercati rilevanti: Europa continentale, Gran Bretagna, Stati Uniti e Cina	75
5	Il ruolo centrale assunto dal servizio di valutazione del merito creditizio e di <i>credit scoring</i> nel contesto del <i>marketplace lending</i>	88
5.1	Le piattaforme e il servizio di valutazione di merito creditizio e di <i>credit scoring</i>	88
5.2	Le tipologie di dati poste a base del servizio e il ruolo dei sistemi di rilevazione centralizzata dei rischi creditizi	91
5.3	Le modalità di valutazione dei dati: le procedure automatizzate di <i>credit scoring</i>	94
5.4	Rischi ed opportunità connessi al <i>credit scoring</i>	95
6	Il <i>marketplace lending</i> in Italia: caratteristiche e dimensioni del fenomeno	96
6.1	L'avvio del fenomeno e il suo sviluppo in termini di volumi	96
6.2	I <i>business model</i> delle piattaforme italiane	99
6.3	Requisiti di ammissione di <i>crowd-borrower</i> e <i>crowd-investor</i> . Caratteristiche degli effettivi fruitori del <i>marketplace lending</i>	101
6.4	Finalità dei finanziamenti	107
6.5	Forma tecnica e caratteristiche dei finanziamenti	108
6.6	Volumi aggregati e importo medio finanziato	111
6.7	<i>Lender choice</i> o gestione di portafoglio?	115
6.8	Costo del finanziamento per i <i>crowd-borrower</i> , remunerazione per i <i>crowd-investor</i> e commissioni percepite dalle piattaforme	117
6.9	Cessione del credito prima della sua naturale scadenza ed estinzione anticipata del finanziamento. La presenza di mercati secondari	120
6.10	Qualità del credito: valutazione del merito creditizio, autodichiarazioni su default ed evidenza empirica sulle sofferenze	122

PARTE III

Analisi giuridica dei <i>lending marketplace</i>	131
7 Le piattaforme di <i>marketplace lending</i> alla prova delle tradizionali riserve di attività in ambito finanziario (e delle discipline connesse)	131
7.1 La raccolta del risparmio	131
7.2 L'erogazione del credito e la mediazione creditizia: la mancanza di un quadro armonizzato (unitario) europeo	138
7.3 La prestazione dei servizi di pagamento	145
7.4 La prestazione dei servizi di investimento. Il <i>marketplace lending</i> come fonte di una nuova tipologia di strumento finanziario?	152
7.5 Alcune prime riflessioni di <i>policy</i>	178
8 Oltre le riserve di attività. Altre discipline potenzialmente applicabili alle piattaforme	179
8.1 Status regolamentare delle piattaforme e discipline di tutela della clientela applicabili	179
8.2 Le discipline consumeristiche: valutazione di congruità rispetto al modello della piattaforma	182
8.3 Alcune considerazioni di <i>policy</i> sulle discipline di tutela della clientela	188
8.4 Disciplina antiusura	190
8.5 Normativa antiriciclaggio e di prevenzione del finanziamento del terrorismo	191
8.6 Le discipline relative al trattamento dei dati	194
9 Profili giuridici del servizio di valutazione del merito creditizio e di <i>credit scoring</i> nel contesto del <i>marketplace lending</i>	196
9.1 Tassonomia degli interessi da tutelare e ricognizione delle discipline potenzialmente rilevanti	196
9.2 Le <i>Guidelines</i> della BCE sulle <i>FinTech banks</i>	198
9.3 Le discipline del credito ai consumatori (CCD e MCD)	200
9.4 Le discipline di protezione dei dati personali	203
9.5 La <i>product governance</i>	206
10 Analisi comparata delle principali normative speciali in materia di <i>marketplace lending</i> vigenti in alcuni Stati membri	208
10.1 <i>Marketplace investing</i> e <i>marketplace lending</i> nel contesto delle discipline speciali	208
10.2 Definizione dell'attività principale svolta dalle piattaforme e principali caratteristiche dei prestiti	210
10.3 Altre attività consentite	212

10.4 I gestori delle piattaforme: requisiti soggettivi e oggettivi di accesso all'attività; vigilanza	214
10.5 Gli obblighi di condotta gravanti sui gestori delle piattaforme	216
10.6 Un primo raffronto comparativo	220
10.7 Attività <i>cross-border</i> delle piattaforme di <i>marketplace lending</i> e ostacoli connessi all'odierno <i>framework</i> normativo	222
11 Prospettive di regolazione del <i>crowdfunding</i> a livello europeo	225
11.1 La regolazione del <i>crowdfunding</i> a livello europeo: l' <i>Inception Impact assessment</i> della Commissione Europea	225
11.2 La proposta di regolamento europeo in materia di <i>European Crowdfunding Service Providers (ECSPs)</i>	227
12 Conclusioni	244
Tavole sinottiche – Discipline speciali	251
Bibliografia	257