

RIVISTA
TRIMESTRALE
DI DIRITTO
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

Supplemento al n. 3/2023

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Direzione Scientifica

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Coccozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Gaspare, F. Guarracino, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, M. Libertini, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Proto, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, G. Ruotolo, C. Russo, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, R. Motroni

TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Pubblicazione degli atti del Webinar

“La nuova regolamentazione del crowdfunding” tenutosi il 28 marzo 2023

e organizzato dall'Università degli Studi di Perugia *

a cura di Vincenzo Troiano

* Il presente lavoro rientra tra le attività di ricerca condotte nel quadro del Progetto PRIN 2020 intitolato *Regulating Technological Driven Finance*, promosso da gruppi di ricercatori delle Università Marconi, Perugia, Sapienza e Telma Sapienza.

INDICE

VINCENZO TROIANO – *Introduzione* (Introduction)1

PROFILI GENERALI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Brevi note sul crowdfunding* (Brief notes on crowdfunding)...12

PAOLO GAGGERO – *Digital finance e crowdfunding: profili delle relazioni negoziali* (Digital finance and crowdfunding: profiles of negotiating relationships).....42

VALERIO LEMMA – *Crowdfunding e disintermediazione creditizia: dallo shadow banking system alla nuova riserva di attività* (Crowdfunding and credit disintermediation: from the shadow banking system to the new licensing regimes)61

EUGENIA MACCHIAVELLO – *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di crowdfunding alle imprese: un nuovo gatekeeper?* (The architecture of the European crowdfunding legal framework and the intermediary role of the crowdfunding service provider for business: a new gatekeeper?).....86

ASPETTI DISCIPLINARI E DI MERCATO

JASMINE MAZZA, FEDERICA NAVA, GIUSEPPE CALARCO – *Il gestore di portali. Autorizzazione e vigilanza prudenziale* (The crowdfunding service provider. Authorization and prudential supervision).....116

FEDERICO FRATINI – *I servizi di crowdfunding* (The crowdfunding services).....140

SIMONE MEZZACAPO – <i>Il finanziamento di «progetti di crowdfunding» a favore delle PMI e la «gestione individuale di portafogli di prestiti»</i> (The financing of “crowdfunding projects” for SMEs and “the “individual portfolio management of loans”)	165
MARCO SEPE – <i>Le offerte di crowdfunding tra mercato primario e secondario: il regime delle bacheche elettroniche e la circolazione delle quote di S.r.l.</i> (Crowdfunding offers between the primary and secondary markets: the electronic bulletin board regime and the circulation of limited liability company shares).....	184
GIOVANNI BERTI DE MARINIS - <i>La tutela dell’investitore nelle operazioni di crowdfunding</i> (Investor protection in crowdfunding transactions).....	202
LUIGI DONATO - <i>L’evoluzione del crowdfunding immobiliare. Da piattaforme tecnologiche ad intermediari regolamentati</i> (The evolution of real estate crowdfunding. From technology platforms to regulated intermediaries).....	225
EDOARDO REGGIANI - <i>Il punto di vista dell’industria, tra opportunità e ritardi nella attuazione della disciplina: competitività del sistema Italia</i> (The industry perspective, between opportunities and delays in the implementation of the discipline: competitiveness of the Italian system).....	243
FRANCESCO AFFINITO - <i>I poteri di vigilanza in tema di servizi e piattaforme telematiche di finanza partecipativa. L’evoluzione della disciplina spagnola tra aspetti critici e profili comparatistici con la normativa italiana</i> (Supervisory power on participatory finance services and digital platforms. The Spanish regulatory evolution between critical aspects and comparative profiles with Italian legislation).....	251

Introduzione *

(Introduction)

ABSTRACT: *The paper introduces the essays contained in the volume dedicated to the crowdfunding discipline, briefly outlining the main features of European and related Italian regulations and the various topics dealt with in the contributions, and then examines some specific aspects related to the passport regime for crowdfunding platform operators and the implementation of multi-level structures.*

SOMMARIO: 1. Premessa; - 2: Il crowdfunding: in pillole la normativa europea e la disciplina nazionale di riferimento. 3: Le tematiche trattate. - 4: (segue): su alcuni profili del regime del passaporto e delle strutture multilivello.

1. Nelle pagine che seguono sono compendiate contributi che hanno principalmente trovato origine nei lavori di un webinar, svoltosi nell'aprile scorso e dedicato alla nuova disciplina del Crowdfunding.

Il webinar si è collocato nel contesto delle attività del PRIN 2020, intitolato *Regulating Technological Driven Finance*, promosso da gruppi di ricercatori delle Università Marconi, Perugia, Sapienza e Telma Sapienza. Il progetto, nel suo complesso, mira a indagare i processi di innovazione finanziaria sempre più impicanti una rilevante componente tecnologica e i punti di tensione tra tali processi e le diverse istanze di regolamentazione adottate in special modo in ambito unionale.

L'attenzione verso il fenomeno del crowdfunding trova risposta più che nella rilevanza quantitativa del medesimo, ancora in fase di crescita per lo meno nel nostro paese¹, *in primo luogo* nel particolare interesse che lo stesso presenta sul piano

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Vedi al riguardo le indicazioni rivenienti da Politecnico di Milano, Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation, *8° Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023.

scientifico, attesa la disciplina che se ne è definita in ambito europeo². Per un verso infatti, detta regolamentazione ricerca spazio in un contesto affollato di riserve di attività a favore di altri operatori, siano essi banche, sim, gestori, mettendo alla prova categorie e principi consolidati³. Sotto altro versante, la stessa taglia trasversalmente la disciplina degli intermediari e quella dei mercati, adottando la piattaforma come luogo privilegiato per la costruzione di relazioni disintermedate. In questa chiave, la normativa pone delicati profili di identificazione delle responsabilità del gestore delle piattaforme, presentando al contempo peculiari profili di tutela dell'investitore, in specie di quello non sofisticato. E ciò avuto riguardo all'elevato rischio legato agli investimenti realizzati tramite la tecnica operativa in osservazione, collegato vuoi alla tendenziale illiquidità degli stessi, vuoi all'asimmetria informativa che caratterizza la posizione dei diversi soggetti in gioco, vuoi ancora al rischio di comportamenti opportunistici degli operatori professionali. Il tutto in un contesto che mostra un ruolo ancora limitato dei supervisori di settore.

Il fenomeno considerato presenta *poi* una indubbia *rilevanza sul piano sociale*, potendo certamente essere annoverato nell'ambito delle iniziative che mirano ad incentivare e sostenere l'inclusione finanziaria sia sul versante degli investitori che su quello dei prenditori. Si palesa in questo campo la presenza di una vasta filiera di operatori, che probabilmente ancora deve essere posta a sistema, e che coinvolge ad esempio il microcredito, il mondo dei confidi, i gestori collettivi di dimensioni più

² Vedi in letteratura, *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, A Commentary*, edited by Macchiavello, Edward Elgar, 2022; MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE*, in *Dir.banc.merc.fin.*, 4/2022, p. 639 ss.; CORSO, *Regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, n. 3/2021, p. 267 ss..

³ Rilevante sotto questo profilo la quanto indicato nel considerando n. 9 del Regolamento, in base al quale, per evitare arbitraggi regolamentari, ai fornitori di servizi di crowdfunding dovrebbe essere fatto divieto di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico, a meno che non siano autorizzati come enti creditizi. Allo stesso modo, però, è altresì indicato che le legislazioni nazionali non richiedano ai titolari di progetti o agli investitori un'autorizzazione come ente creditizio o qualsiasi altra autorizzazione, esenzione o dispensa individuale qualora questi raccolgano fondi o concedano prestiti allo scopo di offrire progetti di crowdfunding o di investire in tali progetti.

contenute, che pur potrà e dovrà svolgere un ruolo integrativo e di supporto a beneficio della crescita del ricorso alla richiamata tecnica finanziaria.

In termini più generali, inoltre, non può trascurarsi di considerare che l'attuale limitato dimensionamento del fenomeno potrebbe non cogliere il quadro prospettico che si va a delineare. La nuova disciplina, sotto tanti profili, ivi incluso quello connesso alle regole di operatività transfrontaliera concessa agli operatori autorizzati, promette infatti di dare nuova linfa al mercato in parola⁴.

2. Il Regolamento (UE) 2020/1503 ha introdotto un regime normativo unico per i prestatori europei di servizi di crowdfunding per le imprese. I “servizi di crowdfunding” oggetto del Regolamento consistono essenzialmente nelle forme conosciute come di *lending ed equity based crowdfunding* (in accezione comprensiva potremo individuarli come crowdfunding). In altri termini coglie quei fenomeni nei quali singole persone fisiche (o anche investitori istituzionali e professionali) possono, attraverso una piattaforma Internet abilitante, aderire direttamente ad un appello rivolto alla raccolta di risorse per un progetto, concedendo un prestito (lending based model) piuttosto che sottoscrivendo quote del capitale di rischio di una società (equity-based model)⁵.

Sono dunque escluse le forme di raccolta che muovono da una logica di donation e reward (che pure, in una accezione più ampia, entrano come noto nel vasto mondo del crowdfunding).

L'autorizzazione, rilasciata da autorità nazionali, permetterà ai fornitori di

⁴ Vedi PEVERARO, *Frena il crowdfunding*, Milano Finanza, 6 gennaio 2024.

⁵ Ai sensi del Regolamento costituisce «servizio di crowdfunding», l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding, che consiste in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti; ii) collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding (cfr. art. 2.1.a).

servizi di crowdfunding di operare, nell'ambito di un apposito e molto semplificato regime di *passaporto*, nei vari Stati membri⁶.

Sono fissati limiti di importo – pari a 5 milioni di euro – e soggettivi, essendo fuori dalla disciplina le situazioni nelle quali i titolari di progetti siano consumatori.

La tutela dei clienti meno sofisticati trova strada attraverso il cd. *entry knowledge test*, la simulazione della capacità di sostenere perdite, oltre che nel diritto di ripensamento.

Il Regolamento europeo, applicabile dal 10 novembre 2021, ha previsto un periodo transitorio per i gestori già autorizzati ai sensi di una disciplina nazionale, sino ad una data che, originariamente fissata a novembre 2022, è stata poi collocata al novembre 2023.

L'adozione del Regolamento ha determinato, in chiave domestica, il superamento del regime basato sulla previsione dell'art. 50 quinquies del t.u.f., concernente la gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali, e sulla relativa disciplina attuativa, adottata dalla Consob⁷.

L'ordinamento nazionale ha tardato ad adattare il sistema interno alla nuova normativa europea. Ciò ha generato non poche difficoltà ad un'industria nazionale esposta sotto altro versante alla potenziale concorrenza da parte di operatori europei capaci di sfruttare le nuove opportunità offerte dalla disciplina europea.

Con il d.lgs. 30 dell'aprile 2023⁸ sono state individuate nella Consob e nella

⁶ Il considerando n. 31 del Regolamento prevede, al fine di garantire un'efficace vigilanza dei fornitori di servizi di crowdfunding, che solo le persone giuridiche che hanno una sede effettiva e stabile nell'Unione, oltre alle risorse necessarie, possano chiedere l'autorizzazione quali fornitori di servizi di crowdfunding.

⁷ Cfr. CONSOB, *Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, come successivamente modificato; in letteratura, vedi, MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita ?*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, p. 5 ss.; MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, p. 650 ss..

⁸ In attuazione dei principi di delega contenuti nell'art. 5 della legge n. 127 del 2022.

Banca d'Italia le autorità competenti, per funzione, al controllo e supervisione dei gestori e delle attività di crowdfunding, assegnando loro (limitati) poteri di regolamentazione secondaria⁹ e designando la prima quale punto di contatto unico¹⁰.

3. Nelle pagine che seguono si è ritenuto di integrare all'interno di una trama unitaria, diversi contributi che, nella impossibilità di analizzare tutti gli aspetti problematici che la nuova disciplina pone, mirano a dare luce ad alcuni dei più impegnativi snodi posti dalla regolamentazione.

E ciò sia in chiave di inquadramento sistematico, che di declinazione di specifici istituti.

Trovano accoglimento nella prima prospettiva vuoi l'analisi del fenomeno del crowdfunding nel contesto della evoluzione disciplinare in campo finanziario, volta a connettere la nuova regolazione con i più recenti sviluppi di approccio normativo alla digitalizzazione delle attività finanziarie, quanto il collegato riferimento al mutamento delle forme di interazione nelle relazioni negoziali tra i diversi soggetti che si affacciano a questo tipo di operatività. La disamina delle implicazioni in ottica di disintermediazione creditizia del ricorso a tale nuova tecnica finanziaria fa da presupposto alla puntualizzazione dell'impianto complessivo della disciplina europea, colto anche nel profilo del suo ambito applicativo e delle esclusioni.

La chiave di analisi riferita ad aspetti puntuali della disciplina, poi, muove in chiave soggettiva dal riferimento alla figura del gestore di portali, inquadrandone tanto i profili della abilitazione all'operatività che quelli del regime di vigilanza prudenziale applicabile. L'attenzione si sposta quindi sulla specificazione dei diversi

⁹ Vedi CONSOB, *Regolamento in materia di servizi di crowdfunding, in attuazione del Regolamento (Ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese e degli articoli 4-sexies.1 e 100-ter del Tuf*, adottato con delibera n. 22720 dell'1 giugno 2023 e BANCA D'ITALIA, *Orientamenti di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding per le imprese*, agosto 2023.

¹⁰ Ai sensi del considerando n. 61 del Regolamento, onde agevolare una cooperazione amministrativa transfrontaliera efficace, ciascuno Stato membro deve designare un punto di contatto unico incaricato di gestire le comunicazioni con l'ESMA e le autorità competenti nell'Unione.

servizi di crowdfunding ammessi dalla regolazione europea, con specifica attenzione alla figura forse più innovativa del quadro disciplinare osservato, costituita dal servizio di gestione di portafogli di crediti, per poi analizzare lo speciale regime delle bacheche elettroniche e del sistema di circolazione delle quote di s.r.l.. Le indubbe peculiarità che la tecnica finanziaria in esame pone sul versante della definizione dei raccordi negoziali tra gestori e utenti delle piattaforme rende opportuna, inoltre, una compiuta analisi delle forme di tutela dell'investitore apprestate dal quadro disciplinare, valutando altresì la comparazione rispetto a fenomenologie consimili.

È bene segnalare che la tecnica del crowdfunding si sviluppa anche nel riferimento ai diversi beni verso i quali la stessa può trovare applicazione ed alle tipologie operative poste al servizio della stessa. Di qui l'utilità di considerare l'evoluzione del crowdfunding immobiliare, nel passaggio che le relative modalità di esplicazione determinano da piattaforme tecnologiche ad intermediari regolamentati, così come, più in generale, raccogliere il punto di vista dell'industria in chiave di competitività del sistema Italia, tra opportunità e ritardi nella attuazione della disciplina, e vagliare il differente approccio disciplinare del legislatore domestico rispetto ad altra giurisdizione europea.

4. La costruzione del Regolamento, consideratane la sua origine e destinazione ad innestarsi in un tessuto normativo molto folto, offre in questa sede lo spunto, in conclusione, per formulare qualche brevissima considerazione sparsa su due specifiche tematiche, la prima più di impianto – costituita dal regime di operatività transfrontaliera dei gestori di portali – e la seconda maggiormente focalizzata su profili di struttura, collegata alla creazione di forme di investimento diretto, nel raccordo con la definizione di limiti per le strutture multilivello.

Venendo al primo dei due profili considerati, è chiaro come uno degli aspetti di maggiore rilevanza nella stessa costruzione della disciplina europea sia collegato con

la definizione di un quadro unitario che garantisca la realizzazione di un mercato continentale della operatività in discorso. Al pari di quanto è dato registrare in varie altre iniziative uniformatrici portate avanti a livello unionale, anche in questo campo la sussistenza di differenze riscontrabili nelle distinte normative nazionali avevano in concreto reso meno agevole e di fatto ostacolato la prestazione transfrontaliera di servizi di crowdfunding. E ciò anche per la incidenza dei costi legali, a carico tanto degli operatori che degli investitori al dettaglio, nell'identificare le disposizioni che in concreto avrebbero trovato applicazione in materia (cfr. considerando n. 6). Ciò con la conseguenza che i servizi di crowdfunding erano rimasti ampiamente nazionali. La mancata creazione di un effettivo mercato del crowdfunding a livello di Unione, ha di fatto ridotto nel tempo le possibilità di accesso ai servizi in parola, specialmente per le imprese operanti in mercati nazionali di limitate dimensioni.

Il Regolamento si propone pertanto di sviluppare crescita e buon funzionamento dei servizi transfrontalieri di crowdfunding. A ciò concorre già la fissazione di requisiti uniformi, proporzionati e direttamente applicabili in materia di autorizzazione dei fornitori di servizi (considerando n. 30), ed in aggiunta la previsione che inibisce gli Stati membri dall'imporre prescrizioni supplementari ai fornitori di servizi autorizzati (considerando n. 33), ed in particolare una presenza fisica nel territorio di uno Stato membro diverso dallo Stato membro in cui tali soggetti sono autorizzati (art. 12). Operativamente significativa è anche la previsione per la quale, per evitare costi inadeguati per la prestazione transfrontaliera dei servizi, le comunicazioni di marketing non sono soggette a obblighi di traduzione se fornite in una delle lingue ufficiali dello Stato membro in cui sono diffuse o in una lingua accettata dalle autorità competenti di tale Stato membro (considerando n. 60).

In particolare, poi, per la prestazione transfrontaliera dei servizi di crowdfunding, l'art. 18 del Regolamento prevede un regime particolarmente

semplificato¹¹. Ferma la circostanza che neanche in questo caso il legislatore europeo ha proceduto alla puntualizzazione del concetto di operatività *cross-border*, profilo qui particolarmente rilevante in quanto si opera in un ambito prettamente digitale¹², rileva per un verso la unicità di regime indipendentemente dalla circostanza che il prestatore di servizi voglia operare mediante stabilimento di una succursale ovvero in libera prestazione e, per un altro, la totale assenza di prerogative di intervento in capo alla autorità *host*. Ne discende un quadro che, pur conservando un regime decentrato in termini di autorità competenti al rilascio delle autorizzazioni e allo svolgimento dei compiti di vigilanza prudenziale, pare focalizzato verso la piena affermazione di un sistema unico della prestazione *cross-border* dei servizi in parola, rimesso di fatto alla libera determinazione del prestatore di servizio, e con una sostanziale rarefazione dei costi amministrativi ed operativi connessi a tale opzione.

Anche il secondo dei profili da esaminare, posto sul versante strutturale della manifestazione operativa dei fenomeni di crowdfunding si presta a qualche considerazione complessiva.

Come è noto, in chiave descrittiva della tecnica finanziaria in discorso è invalso il riferimento alla circostanza che sussistano almeno tre soggetti in gioco, il titolare del progetto che ricerca il finanziamento, l'investitore e la piattaforma (ed il suo gestore o operatore). Ciò posto, la prassi evidenzia l'emersione di almeno due

¹¹ È previsto che il fornitore di servizi di crowdfunding autorizzato che intenda prestare servizi in altro Stato membro presenti all'autorità competente designata quale punto di contatto unico dello Stato membro di origine informazioni riguardanti, tra l'altro, gli Stati membri in cui intende prestare servizi, le persone fisiche o giuridiche responsabili della prestazione di detti servizi e la data di inizio della prevista prestazione degli stessi. Nei dieci giorni lavorativi dal ricevimento di tali informazioni, l'Autorità ricevente comunica le informazioni alle autorità competenti degli Stati membri nei quali il fornitore di servizi di crowdfunding intende operare e all'ESMA e indica al fornitore di servizi l'intervenuta trasmissione delle informazioni. Il fornitore di servizi può iniziare l'operatività *cross-border* da quando ha ricevuto la comunicazione della intervenuta trasmissione delle informazioni all'autorità *host* o, al più tardi, 15 giorni di calendario dopo la comunicazione delle informazioni all'autorità *home*.

¹² Vedi, sul punto, TORTORICI, *The EU passporting system for crowdfunding service providers: towards a new type of passport for digital financial services? (Art. 18) in Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, A Commentary*, edited by Macchiavello, cit., p. 252 ss.

famiglie di business model di riferimento, quella dell'investimento diretto – nella quale è il titolare del progetto a promuovere la iniziativa di finanziamento e la piattaforma offre mezzi e strutture per rendere possibile il contatto con i potenziali investitori – e quella dell'investimento indiretto, nella quale viceversa il ruolo della piattaforma è più attivo, nel senso che su impulso di questa viene a costituirsi un veicolo intermedio che di fatto si interpone tra gli investitori e il progetto¹³. Al servizio di questo secondo modello, va da sé che possano in astratto porsi diverse e differenti tecniche di costruzione finanziaria, da veicoli non regolamentati, a fondi di investimento alternativi, poi operanti per singoli progetti di investimento ovvero per una pluralità di essi. Non serve molta fantasia per comprendere quale possa essere la potenziale contaminazione e interazione che per tal via può configurarsi tra ambiti e settori diversamente regolamenti, ed in alcuni casi non regolati.

In questo contesto viene a collocarsi il Regolamento che esprime una chiara scelta di campo, nella misura in cui segnala che lo stesso *“mira ad agevolare gli investimenti diretti e a evitare la creazione di possibilità di arbitraggio regolamentare per gli intermediari finanziari disciplinati da altri atti normativi dell'Unione, in particolare dagli atti giuridici dell'Unione in materia di gestori di patrimoni. L'uso di strutture giuridiche, comprese le società veicolo¹⁴, da frapporre tra il progetto di crowdfunding e gli investitori, dovrebbe pertanto essere disciplinato rigorosamente e consentito solo se giustificato dal fatto di permettere all'investitore di acquisire un interesse, per esempio, in un'attività illiquida o indivisibile tramite l'emissione di valori mobiliari da parte di una società veicolo”* (considerando 22)¹⁵.

¹³ HOOGHIEMSTRA, *Crowdfunding, alternative investment funds and the relationship between the ECSPR and the AIFMD*, in *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, A Commentary*, edited by Macchiavello, cit., 2022, p. 548 ss.

¹⁴ Ai sensi dell'art. 2.1.q del Regolamento, la «società veicolo» o «SPV» è un soggetto creato unicamente per, o che persegue unicamente lo scopo di, realizzare un'operazione di cartolarizzazione ai sensi dell'articolo 1, punto 2, del regolamento (UE) n. 1075/2013 della Banca centrale europea.

¹⁵ Il Regolamento non definisce il concetto di attività illiquida o indivisibile. Vengono in soccorso, al riguardo, le indicazioni fornite dall'ESMA nelle *Q&A on the European crowdfunding service providers for business Regulation* 25 February 2021 ESMA35-42-1088, Answer 1.5, ove si precisa che “[a]n asset should be deemed to be illiquid when it cannot be turned into cash swiftly” e “should

Sul medesimo solco di questa scelta di impianto, ulteriormente limitativa è la previsione del Regolamento che collega il possibile ricorso a società veicolo alla offerta di “una sola attività illiquida o indivisibile tramite tale società veicolo” (cfr. art. 3.6 del Regolamento).

Dunque, per un verso, la scelta del regolatore europeo è decisamente nel senso di limitare fortemente e scoraggiare il modello indiretto di *business*, e per un altro quello di negare l’accesso a strutture intermedie *multi purpose*.

Ad ulteriore rafforzamento della costruzione complessiva prospettata, si pone infine la precisazione per la quale l’offerta di una sola attività illiquida o indivisibile va verificata attraverso un approccio *look-through*, laddove l’attività sottostante illiquida o indivisibile sia detenuta da strutture finanziarie o giuridiche possedute o controllate in tutto o in parte dalla società veicolo.

La soluzione complessivamente offerta dal Regolamento su questo profilo merita qualche considerazione. Se infatti si comprende e per certi aspetti appare condivisibile l’esigenza di fondo di distinguere e differenziare linee operative la cui contiguità potrebbe inevitabilmente finire per generare possibili arbitraggi regolamentari, non può non rilevarsi come la soluzione prescelta appaia molto rigorosa, al punto da poter inibire lo sviluppo dell’elaborazione finanziaria nella prospettiva della intersezione tra *crowdfunding* e gestione collettiva. E ciò per certi versi andando in controtendenza rispetto ad altre scelte del Regolamento volte viceversa ad individuare forme di compromesso avanzate, per far convivere l’operatività del *crowdfunding* rispetto ad ambiti già attratti a forme espresse di regolamentazione¹⁶. In particolare, la circostanza di aver limitato ad “una sola”

be deemed to be indivisible when it cannot be easily or swiftly divided into smaller, more moderately priced components for the purpose of its partial or total sale to investors or when such division in smaller component is not economically rational, notably because it prevents the asset from serving its core economical purpose” e vengono indicati specifici fattori che possono essere presi in considerazione al fine di identificare la natura dell’*asset*.

¹⁶ Il riferimento qui è per un verso alla soluzione individuata a proposito della raccolta di risparmio, ammessa se finalizzata ad offrire progetti di crowdfunding o di investire in tali progetti; per un altro

attività illiquida o indivisibile il possibile investimento indiretto realizzato tramite ciascuna società veicolo rappresenta un limite indubbiamente volto ad evitare ambiguità concettuali e zone grigie in fase applicativa, ma probabilmente troppo rigido e come tale destinato ad isterilire, o comunque a contenere in maniera rilevante, il ricorso a tale modulo operativo.

In termini più complessivi, nel riferimento alle due tematiche sulle quali ci si è da ultimo soffermati, il Regolamento mostra sposare due registri opposti. Se infatti, a proposito della operatività transfrontaliera, l'esigenza di garantire una crescita della operatività *cross-border* spinge verso un sistema che rende pressoché automatica la possibilità di estendere l'operatività dei gestori in Stati membri diversi da quelli nei quali sono stati autorizzati, riducendo le prerogative delle autorità *host*, nel caso delle strutture multilivello l'approccio è, come visto, molto più conservativo, sino al limite di ostacolare la realizzazione di forme di ibridazione di modelli.

Vincenzo Troiano

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Perugia

alla stessa previsione di compatibilità del servizio di crowdfunding con la disciplina Mifid costruita sulla congiunzione necessaria di due segmenti operativi, ciascuno dei quali, isolatamente considerato, configurerebbe servizio principale ai sensi della predetta disciplina Mifid.

PROFILI GENERALI

BREVI NOTE SUL CROWDFUNDING

(Brief notes on crowdfunding)

ABSTRACT: *Among the various macro-areas of digital technology, this article examines the mechanics of crowdfunding as an alternative finance technique of the traditional forms used to support small and medium-sized enterprises.*

The analysis points out that crowdfunding presents different types of quantitative data; it posits that the rationale of the platform lies in the operational system which displays promising advancements in the credit market. Therefore, a distinction is made between the lending-based crowdfunding (or social lending), which consists of a monetary supply to companies and individuals by a multitude of financing entities based on peer-to-peer lending systems; and the equity crowdfunding, which is substantiated by a direct purchase of risk capital shared by individuals who intend to finance a project developed by startup companies.

These types of crowdfunding are characterised by the risks of operations, which are particularly high and show asymmetry of information, lack of guarantees and attenuated forms of supervision. After outlining the regulatory framework, the article addresses the main features of Legislative Decree No. 30 of 2023, which implements the EU Regulation No. 1503 of 2020, introducing relevant changes that allow an extensive interpretation of the European guidelines and, in some ways, adopt a similar normative approach.

SOMMARIO: 1. Attività finanziaria e innovazione tecnologica. - 2. Il *crowdfunding*: forme tipologiche... - 3. (*segue*): ...e collocazione giuridica. - 4. Il quadro normativo di riferimento... - 5. (*segue*): ...e il decreto lgs. n. 30 del 2023. - 6 Il ruolo delle piattaforme. - 7. L'attività di supervisione: i limiti del controllo pubblico. - 8. (*segue*): ...e il ruolo delle 'competenti autorità'.

1. L'innovazione tecnologica, affermatasi soprattutto nell'ultimo decennio,

incide sulla struttura del mercato e, in particolare, sulle dinamiche concorrenziali tra gli operatori impegnati nel passaggio dall'analogico al digitale. Si ripropone in termini nuovi lo scenario da tempo all'attenzione dei giuristi interessati all'analisi dell'impatto della cibernetica sullo svolgimento dei rapporti negoziali, il cui orizzonte si apre alla fruizione di innovativi modelli di conoscenza¹. Il programma di riforme che l'Unione prefigura essenziale per una duratura ripresa economica si compendia nella ricerca delle forme tecniche da utilizzare per conseguire gli obiettivi avuti di mira. Si delinea uno scenario da tempo all'attenzione dei giuristi interessati alla analisi dell'incidenza della cibernetica e del digitale sullo svolgimento dei rapporti negoziali, il cui orizzonte da tempi lontani è stato aperto alla fruizione di innovativi modelli di conoscenza².

Per vero, anche negli studi realizzati nel passato si è sottolineata l'intrinseca capacità della tecnologia di governare la realtà; donde la sua incidenza sull'ordine giuridico del mercato attraverso la modifica della struttura del tradizionale *modus procedendi*, attuata nel riferimento alla specificità del mondo virtuale. Col decorso del tempo lo sviluppo tecnologico coniugato al mutamento delle dinamiche sociali hanno reso palesi i vantaggi rivenienti da un uso generalizzato della miriade di informazioni e di dati di natura immateriale. L'analisi ha consentito di comprendere che questi ultimi, opportunamente incanalati in sistemi di software di elaborazione automatizzata, sono in grado di interagire positivamente sulla prestazione di servizi di vario genere e, in particolare, di quelli praticati nel mercato finanziario.

Da qui l'esigenza di accertare in quale maniera i processi informatici possono coordinarsi con i principi ordinatori del diritto esistente e, dunque, di identificare la loro interazione sugli attuali paradigmi dell'operatività finanziaria³. Viene al riguardo in considerazione, per un verso, la normativa contenuta nella disciplina speciale

¹ Cfr. ALPA, *L'intelligenza artificiale. Il contesto giuridico*, Modena, 2021, 115 ss.

² Cfr. per tutti FROSINI, *Informatica, diritto e società*, Milano, 1988; ID., *Il giurista e le tecnologie dell'informazione*, Roma, 1998.

³ Cfr. PELLEGRINI, *Il diritto cybernetico nei riflessi sulla materia bancaria e finanziaria*, in AA.VV. *Liber amicorum Guido Alpa*, a cura di Capriglione, Milano, 2019, p. 351 ss.

concernente la regolamentazione ESG (i.e. la governance della tutela ambientale e sociale, di cui in precedenza si è detto) per un'Europa verde, digitale e resiliente, per altro i profili interpretativi dei rapporti intersoggettivi sui quali interagiscono i processi informatici, dando luogo a quella che, già nel secolo scorso, un insigne giurista definì la «disumanizzazione del contratto»⁴.

Si apre un'ampia prospettiva d'indagine che spazia dalla verifica di possibili miglioramenti nelle scelte d'investimento, alla individuazione dei vantaggi recati dalle nuove tecnologie nel superamento delle asimmetrie informative, nonché delle criticità (talora dovute all'uso di strumenti automatizzati) che si rinvergono nella salvaguardia degli interessi dei risparmiatori.

Nello specifico, si pone il problema di sviluppare una strategia digitale volta all'ammodernamento delle strutture informatiche, esigenza avvertita sia a livello degli appartenenti al settore finanziario, sia delle autorità di vigilanza. Conseguono la programmazione di processi e strumenti desumibili dallo studio di «prototipi, basati su tecniche di text mining, per l'analisi dei documenti inviati dai soggetti vigilati»⁵. Si tratta di attuare una trasformazione profonda dai costi elevati, che vede per certi versi contrapposti gli intermediari bancari ed i promotori di piattaforme informatiche di negoziazione alternative alle quali fanno capo negoziazioni svolte in un contesto di totale disintermediazione delle operazioni (spesso affidate a sistemi algoritmici di scambio automatico)⁶.

Per converso, le autorità di settore, a difesa dei valori di efficienza e di democraticità, sono tenute ad aggiornare nel continuum il perimetro e i contenuti della regolamentazione per far fronte alle nuove sfide, senza disattendere le opportunità rivenienti dalla finanza sostenibile. Il crescente utilizzo del canale digitale

⁴ Cfr. OPPO, *Disumanizzazione del contratto?*, in *Riv. Dir. Civ.*, 1998, I, p. 525 ss

⁵ Cfr. BASKERVILLE - CAPRIGLIONE - CASALINO, *Impacts, challenges and trends of digital transformation in the banking sector*", in *Law And Economics Yearly Review*, 2020, p. 341 ss.

⁶ Cfr. PAECH, *The Governance of Blockchain Financial Networks*, in *Modern Law Review*, 2017, pp. 1073-1110

induce, in prospettiva, a ravvisare la necessità di evitare ai risparmiatori/ investitori di incorrere in nuovi rischi a causa dell'intensificarsi della loro partecipazione all'attività del mercato digitale. Conseguo l'esigenza di una eterogenea pluralità di interventi volti alla prevenzione e, dunque, a proteggere l'attività finanziaria svolta nel mercato suddetto, stimolando la fiducia degli operatori. A ben considerare, in tale contesto, anche se si registra un incremento della produzione e del consumo, si «accentua la difficoltà di individuare tecniche regolamentari idonee a supportare l'espansione informatica» (dovuta all'applicazione di sofisticati modelli), per cui non si è esenti da ipotizzabili squilibri causati, per l'appunto, dall'intensificarsi del ricorso alle nuove tecnologiche⁷.

Di recente, in uno studio elaborato con due acuti economisti, analizzando i termini della trasformazione digitale del settore finanziario, ho avuto modo di precisare che il passaggio dall'«analogico al digitale» è al centro della presente realtà, consentendo lo snellimento dei flussi di lavoro che si consegue attraverso la automatizzazione delle attività⁸. Alla base di tale osservazione è la prospettiva di un *agere* in grado di generare database profilati, di intercettare potenziali clienti e fidelizzare quelli già acquisiti; da qui le opportunità offerte non solo alle grandi imprese ma anche alle medio piccole di beneficiare di finanziamenti realizzati in forma aggregata, con concorso di molteplici investitori che si collegano tra loro grazie all'utilizzo di apposite piattaforme.⁹

Anche in detta sede, tuttavia, avevamo modo di osservare che, nonostante l'efficientamento del settore, l'affermarsi delle tecnologie digitali comporta un cambiamento di mentalità che induce le banche ad una rivisitazione critica del loro attuale assetto organizzativo. A ciò si aggiunga l'impegno a carico degli enti creditizi

⁷ In tal senso cfr. PELLEGRINI, *op. ult. cit.*, p. 354.

⁸ Cfr. BASKERVILLE - CAPRIGLIONE - CASALINO, *Impacts, Challenges and trends of Digital Transformation in the Banking Sector*, *cit.*, loc. cit.

⁹ Cfr. CAPRIGLIONE - CASALINO, *Improving Corporate Governance and Managerial Skills in Banking Organizations*, in *International Journal of Advanced Corporate Learning (iJAC)*, Austria, 2014, vol. 7, issue 4, pp. 17 ss.

di evitare la pericolosa concorrenza che in prospettiva saranno in grado di esercitare le società *FinTech*, sempre più presenti sui mercati con compiti (servizi di pagamento e utilizzo di tecnologie a supporto dei servizi bancari e finanziari) fino ad oggi tipicamente propri degli appartenenti al settore del credito¹⁰.

Se ne deduce il progressivo incremento del processo d'intermediazione bancaria in atto da alcuni decenni, nonché l'ineludibile esigenza degli appartenenti a tale settore di riuscire a fronteggiare l'ingresso sui mercati di start-up tecnologiche, le quali - avvalendosi di moderni strumenti informatici e della incertezza del quadro regolamentare di riferimento - potrebbero costituire una valida alternativa alle medesime¹¹. In tale contesto, si pongono pressanti interrogativi ai quali dovrà darsi una risposta in tempi rapidi. Nel riferimento alle differenti macro-aree d'intervento della tecnologia digitale (i.e. pagamenti, pianificazione finanziaria, *crowdfunding*, *trading*, *blockchain*, ecc.), ci si deve, tra l'altro, chiedere: quale sarà il panorama futuro dei pagamenti e dei finanziamenti attuati tramite il digitale? Sarà possibile identificare e contrastare le fattispecie tipiche della prestazione abusiva? In che modo le valute digitali sono riconducibili alla lotta contro il finanziamento illecito?

Non ci si può nascondere che la creazione di un ecosistema di servizi finanziari *open source*, *permissionless* disponibile a tutti ed operante senza nessuna autorità centrale, genera giustificati timori in ordine all'introduzione (*rectius*: esistenza) di adeguati presidi a salvaguardia degli utenti (che potrebbero mantenere il pieno controllo dei propri asset, raccordandosi a questo ecosistema attraverso applicazioni

¹⁰ Cfr. TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione*, relazione al convegno su «*Fintech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione*», Roma, Università La Sapienza, 4 dicembre 2017.

¹¹ Cfr. in tal senso BANCA D'ITALIA, *Fintech In Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*, dicembre 2017.

La tendenza espansiva del FinTech è cresciuta progressivamente nel tempo come risulta dalle indagini conoscitive realizzate dalla nostra banca centrale; si veda da ultimo quella pubblicata nel novembre 2021 dalla quale si evince che «rispetto alla precedente rilevazione è aumentato il numero degli intermediari investitori (da 77 a 96 unità) e dei progetti (da 267 a 329), suggerendo un maggior tasso di adozione di tecnologie innovative all'interno del sistema finanziario. A partire dal 2023 e fino alla messa in produzione, i progetti censiti comporteranno ulteriori spese per 281 milioni di euro».

decentralizzate *peer-to-peer*). Tale situazione appare ancor più complessa allorché l'offerta agli investitori mediante piattaforme web ha come sottostanti valute, indici di borsa, materie prime e, sempre più frequentemente, criptovalute¹².

A questi interrogativi la ricerca deve dare una pronta risposta per supportare la 'crescita sostenibile' e dare impulso ad 'una nuova cultura imprenditoriale', come tiene a puntualizzare l'art. 25 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito nella legge 17 dicembre 2012, n. 221, nel delineare la funzione del fenomeno che qui ci occupa.

2. Nell'ultimo decennio la letteratura giuridica ha dedicato particolare attenzione al fenomeno del crowdfunding, quale forma di finanza alternativa alla strumentazione tradizionale utilizzata per sovvenire alle esigenze delle piccole e medie imprese che, a seguito della crisi degli anni 2007 e seguenti, hanno dovuto affrontare il problema di superare le difficoltà derivanti da una diffusa restrizione del credito bancario.

Le indagini condotte in *subiecta materia* convergono nel definire il fenomeno in parola un sottoinsieme di relazioni negoziali attraverso le quali persone fisiche, investitori istituzionali e professionali, attraverso una piattaforma internet abilitante, aderiscono alla richiesta di risorse avanzata da imprese, prevalentemente di ridotte dimensioni, che intendono realizzare un progetto, facendo ricorso ad un prestito (*lending-based model*) ovvero cedendo una quota del proprio capitale sociale (*equity-based model*)¹³.

Va precisato preliminarmente che il crowdfunding presenta variegate tipologie tutte caratterizzate da dati quantitativi marginali. Quindi l'analisi odierna trova la

¹² Cfr. ampiamente CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, p. 225 ss; LEMMA, *The public intervention on cryptocurrencies between innovation and regulation*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2022, par. 2, ove l'A. si sofferma sulla tendenza di taluni operatori verso la fuga dalla sovranità; MASERA, *Nuovi rischi e regolazione delle criptovalute*, in *Bancaria*, 2022, n. 3, p. 5 ss.

¹³ Cfr. OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *7° Report sul CrowdInvesting*, 2022, p. 3.

propria ratio giustificatrice nel convincimento che la formula operativa in parola presenta dal punto di vista strutturale significative potenzialità di sviluppo, tali da far ravvisare prospettive di crescita che le consentano di conseguire, nello scenario della operatività finanziaria, un ruolo che nel tempo potrà assumere significativo rilievo. Esso si contraddistingue, infatti, per la particolarità dei soggetti ad essa interessati e per le forme tecniche in cui trova esplicazione, le quali pur differenziandosi rispetto alle modalità dei classici schemi d'intermediazione assolvono alla rilevante funzione di coinvolgere taluni ambiti marginali del mondo produttivo, che diversamente verrebbero esclusi dal mercato.

La ricerca si è soffermata sull'analisi delle variegate modalità in cui si articola detta forma operativa, evidenziando i caratteri differenziali delle tipologie che ne connotano la figura; da qui la distinzione tra il cd. *lending-based crowdfunding* (o social lending) e l'*equity crowdfunding*¹⁴.

La prima consiste in un'erogazione di disponibilità monetarie ad imprese e privati da parte di una moltitudine di soggetti finanziatori che si avvalgono di piattaforme e si basano su sistemi c.d. peer-to-peer lending; sicché, si è in presenza di un rapporto debitorio che origina dalla concessione di un prestito, per cui si rinvengono i caratteri di un contratto di mutuo, nel quale i prenditori di credito si impegnano a restituire ad una determinata scadenza il capitale ottenuto, garantendone la remunerazione ad un determinato tasso d'interesse¹⁵.

Diversamente l'*equity crowdfunding* si sostanzia in un acquisto diretto di quote di capitale di rischio da parte di soggetti che intendono finanziare un progetto

¹⁴ Cfr. tra gli altri FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le Pmi: mercati alternativi, crowdfunding e mercati privati*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, p. 203 ss.; 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 impr. soc.*, 2016, p. 283 ss.; ID., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, p. 63 ss. ACCETTELLA e CIOCCA, *Emittente e portale dell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 237 ss.;

¹⁵ Cfr. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 357, Banca d'Italia, marzo 2017, p. 7.

presentato da giovani società, che sono in prevalenza *start - up* ad alto contenuto tecnologico e, dunque, con forti potenzialità di crescita; ovviamente gli investitori acquistano la qualità di socio e supportando la realizzazione del disegno industriale condividono il rischio d'impresa degli enti finanziati, diventano «*stakeholder* di massa delle entità destinatarie dell'apporto monetario»¹⁶.

E' evidente come gli aspetti differenziali che connotano dette forme operative potranno incidere sulle fortune che, in futuro, ne segneranno i destini. Va, comunque, fatto presente che, al di là del *nomen iuris*, a mio avviso non possono catalogarsi come tipiche della categoria le operazioni di *donation-based* crowdfunding, nelle quali non è prevista alcuna ricompensa, se non un semplice ringraziamento. Queste, a ben riflettere, possono qualificarsi come interventi di solidarietà, di mecenatismo, ecc., iniziative che difficilmente sono riconducibili nell'alveo dell'attività che ci occupa, della quale non presentano i requisiti, caratterizzandosi piuttosto come forme di volontariato e di cooperazione sociale, non finalizzate al conseguimento di un utile, che notoriamente individua il dato distintivo che muove l'*agere* finanziario.

Vanno, poi, sottolineati i rischi che connotano l'operatività in parola, i quali sono particolarmente elevati in entrambe le nominate tipologie, dovendo aversi riguardo alla asimmetria informativa, alla mancanza di garanzie, alle attenuate forme di supervisione, ecc., che contraddistinguono le medesime; detti rischi, peraltro, presentano maggior rilievo nell'*equity* crowdfunding, utilizzato, per solito, da aziende in fase di startup, per cui il finanziatore, divenendo partecipe delle sorti dell'impresa, è esposto senza limitazione alcuna alle intemperie di una possibile *mala gestio*. Ciò non esclude che in detta forma operativa appaia destinato a conseguire particolare successo il *real estate* crowdfunding riguardante progetti di breve/medio termine finalizzati al restauro, alla riqualificazione o alla realizzazione *ex novo* di contesti

¹⁶ Cfr. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 525 ss.

immobiliari per poi procedere alla successiva cessione della proprietà dei medesimi¹⁷.

Per una compiuta valutazione di tale forma operativa necessita aver riguardo anche alla capacità, ascrivibile al supporto informatico utilizzato dagli appartenenti al settore finanziario, di incidere sull'affermazione di 'un mercato unico digitale'. Significativo, sul punto, è il riferimento alle «pressioni competitive di nuovo tipo» che, grazie alla possibilità di fruire dei servizi offerti dalle piattaforme, consentono agli «operatori ..(di).. superare la concentrazione dei rapporti (di credito e di debito), come avveniva nel sistema banco-centrico»¹⁸. In tale contesto trovano spazio attività alternative a quelle offerte dal sistema creditizio, tra le quali si colloca, per l'appunto il crowdfunding, la cui destinazione funzionale - come ho sottolineato - è orientata a particolari categorie di operatori, che soprattutto per le loro caratteristiche dimensionali, possono trovare difficoltà nel rivolgersi ai canali bancari tradizionali, rischiando di essere dalla fruizione dei servizi finanziari.

3. La delineata complessità operativa a fondamento del fenomeno in esame si riflette sulla individuazione della relativa natura giuridica che, nei fatti, fa capo alla relazione trilaterale quale dato caratterizzante della fattispecie; quest'ultima si articola tra i soggetti che intendono unirsi in un rapporto negoziale: vale a dire finanziatore e prestatore di credito, i quali si avvalgono del servizio offerto dal gestore della piattaforma.

La specificazione delle modalità in cui si instaura l'unione tra gli utenti del servizio è, ovviamente, legata alla funzione svolta dal basamento tecnico che consente al finanziatore di accedere al quadro prospettico dei possibili investimenti ed al richiedente il prestito di essere incluso nella vasta gamma delle offerte che vengono rappresentate al primo. Si è in presenza, quindi di una negoziazione

¹⁷ Cfr. Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation 7° Report italiano sul CrowdInvesting, cit., p. 4.

¹⁸ Cfr. così LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in AA.VV., *L'attività delle banche*, a cura di Urbani, Milano, 2020, p. 82.

complessa nella quale il rapporto di credito/debito che si attiva tra i soggetti interessati all'operazione è subordinato all'intervento posto in essere dalla piattaforma che assume peculiare centralità nel promuovere ed attivare gli accordi a base delle acquisizioni e dei trasferimenti di disponibilità monetarie.

A ben considerare, detta relazione giuridica trilaterale si scompone in un contratto di finanziamento tra gli utenti della piattaforma (che può concretizzarsi, come ho detto, in un contratto di mutuo ex art. 1813 cod. civ. ovvero nell'acquisto di una partecipazione azionaria) ed una duplice prestazione di servizi che il gestore della piattaforma dispone a favore dei medesimi, agendo sulla base di un rapporto di mediazione tipica ex art. 1754 cod. civ. La stretta interazione esistente tra i menzionati soggetti non si traduce, peraltro, in un nesso rilevante sul piano negoziale; infatti il rapporto tra gli utenti conserva una propria individualità, restando quindi distinto rispetto alla relazione che questi ultimi instaurano con il gestore; ragion per cui non sembra possibile argomentare dall'unitarietà economica dell'operazione una *reductio ad unitatem* della stessa sul piano giuridico.

Sotto altro profilo, va osservato che rileva una indeterminatezza di fondo nella definizione del rapporto tra prestazione di danaro ed assunzione di un rischio che nella specie risulta particolarmente elevato; ragion per cui si potrebbe essere indotti a ravvisare la presenza di presupposti che - in un diverso contesto sinallagmatico - consentirebbero senza esitazioni di qualificare tale contratto come aleatorio.

Per converso, è fuor di dubbio che la piattaforma assolve al compito di predisporre un'«offerta al pubblico» non già di un prodotto finanziario, bensì di una «occasione operativa» che può concretizzarsi in modalità diverse (i.e. sottoscrizioni di quote di capitale in una nuova impresa e/o prestazioni di danaro). Non a caso la Consob, nell'evidenziare i caratteri dei servizi in parola, sostiene che la normativa europea «definisce un regime legale unico per la regolamentazione delle offerte di crowdfunding ...(non ponendo)...limiti nelle tipologie di persone fisiche o giuridiche che possono reperire fondi attraverso le piattaforme di crowdfunding, purché tali

fondi vengano destinati a finanziare progetti imprenditoriali»¹⁹.

Sicché può dirsi che nella fattispecie ricorre la stessa alea che si riscontra in presenza di qualsivoglia investimento finanziario rinvenibile sul mercato, con l'unica differenza che essa non è supportata dall'apparato garantistico che connota l'offerta di prodotti finanziari (art. 1, comma 1°, lett. t, TUF). Ciò in quanto l'investitore non fruisce di ampie informazioni sulle condizioni dell'offerta proposta dalla piattaforma, tali da mettere il finanziatore in grado di assumere le sue decisioni avendo piena consapevolezza delle caratteristiche del progetto cui è interessato o della reale situazione economico patrimoniale dei soggetti destinatari del suo intervento.

Si spiega, quindi, la ragione per cui la tipologia di offerta che contraddistingue il crowdfunding non è sottoposta alla regolamentazione contenuta nel Capo I del Titolo II della Parte IV del TUF e nel Regolamento emittenti, approvato dalla Consob con delibera n.11971 del 1999 cui successivamente sono state arretrate modifiche ed integrazioni; normativa che, com'è noto, assicura la correttezza e la completezza delle informazioni da fornire ai potenziali investitori e la parità di trattamento dei destinatari dell'offerta. In particolare, nel nostro caso non deve osservarsi l'obbligo della preventiva pubblicazione di un prospetto informativo da parte del gestore della piattaforma, richiedendo la normativa speciale soltanto l'autorizzazione ai sensi del Regolamento UE per poter prestare i servizi di crowdfunding. Risultano, altresì, evidenti le cause della ridotta dimensione quantitativa che connota lo sviluppo della fenomenologia in osservazione, le quali sono riconducibili, per un verso, alla natura dei fruitori di tali servizi (i.e. le PMI ed i soggetti che non hanno accesso agli ordinari canali bancari), per altro all'intrinseca modalità con cui è strutturata l'operazione, vale a dire l'obiettiva incertezza del suo risultato, unitamente alla carenza di misure garantistiche dei potenziali investitori.

¹⁹ Cfr. CONSOB, *Adozione del regolamento volto all'adeguamento alle norme previste dal regolamento (ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese documento di consultazione*, marzo 2023.

Da qui una prima conclusione: la forma operativa che ci occupa - essendo correlata allo sviluppo di una categoria imprenditoriale particolare (i.e. le PMI) - è stata ritenuta dal legislatore meritevole di particolare protezione per la sua specificità. Conseguentemente, la relativa disciplina - a rigore - avrebbe dovuto essere esentata dai gravami che ordinariamente fanno carico ai fornitori di servizi finanziari o, quanto meno, essere assoggettata a regole che non ne ostacolino lo sviluppo ... tuttavia, come specificherò qui di seguito, la normativa con cui il nostro legislatore recentemente ha dato attuazione alla regolazione UE, a mio avviso, non è andata in questa direzione.

4. Il fenomeno del crowdfunding da alcuni anni è all'attenzione delle autorità di vertice dell'UE che, dopo averne delineato i contenuti e i confini, hanno emanato appositi provvedimenti disciplinari per incanalarne lo svolgimento nell'alveo della regolazione relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Significativo, al riguardo, è il corretto inquadramento di tale particolare modalità operativa nell'«ampio universo delle innovazioni tecnologiche con implicazioni potenzialmente trasformative per il sistema finanziario, i suoi intermediari e i suoi utenti»²⁰; donde una espressa riferibilità del modello tipologico in esame al *FinTech* che ripropone, in termini nuovi, lo scenario da tempo all'attenzione dei giuristi interessati all'analisi dell'incidenza della cibernetica e del digitale sullo svolgimento dei rapporti negoziali²¹.

Nello specifico rileva l'enunciazione, formulata dalla Commissione, dei tratti caratterizzanti di tale servizio, che ne delineano le forme tecniche, evidenziandone la funzione economica; ci viene precisato, infatti, che esso si sostanzia in una raccolta di

²⁰ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, Brussels, 3.5.2016 SWD(2016) 154 final, p. 4.

²¹ Cfr. ALPA, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, Prefazione a AA.VV., *Fintech: diritti concorrenza, regole*, Bologna, 2019, p. XIII ss., il quale sottolinea come, a seguito della rivoluzione digitale, «il diritto ha dovuto rincorrere le scoperte scientifiche... per poter compiere le scelte più opportune».

«denaro ... da un gran numero di persone che contribuiscono ciascuna con una cifra relativamente piccola» ad un'operazione di finanziamento di «un progetto o un'iniziativa imprenditoriale»²²; a ciò aggiungendo che dette disponibilità monetarie possono essere investite in una pluralità di progetti, ora assumendo una partecipazione nel capitale delle imprese finanziate, ora procedendo solo alla erogazione di un prestito.

La direttiva UE 2020/1504, finalizzata alla predisposizione di adeguate forme di raccordo con la normativa preesistente, chiarisce la ratio degli interventi adottati *in subjecta materia* dall'Unione precisando che il crowdfunding è preordinato alla offerta di una corretta soluzione al problema del finanziamento delle PMI (in particolare delle start-up e delle scale-up), alternativa al ricorso alle banche, in vista della promozione di «un'imprenditorialità innovativa», destinata a rafforzare i mercati di capitali (consider. n. 1).

Si evidenzia, quindi, l'intento di promuovere la realizzazione di uno schema operativo che consenta alle piccole e medie imprese di svincolarsi dalla dipendenza dal credito bancario, evitando nel contempo che all'interno del sistema finanziario possano determinarsi situazioni di concentrazione tra le medesime, con l'eventualità di rischi sistemici. A ciò si aggiunga l'ulteriore obiettivo di realizzare una efficiente assegnazione delle risorse a progetti innovativi, garantendo certezza del diritto in merito alle persone e alle attività che rientrano nell'ambito di applicazione del regolamento UE 2020/1503.

Quest'ultimo complesso dispositivo disciplina in maniera compiuta i fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese, introducendo significative modifiche alla previgente regolamentazione²³. Nello specifico, previa determinazione dell'oggetto

²² Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Study to Monitor the Economic Development of the Collaborative Economy at sector level in the 28 EU Member States*. Final Report, 23 February 2018, p. 60.

²³ Vengono modificati, infatti, il regolamento UE 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, nonché la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

del servizio in parola e del relativo ambito di applicazione, se ne puntualizzano particolari aspetti (tra cui: gestione individuale di portafogli di prestiti, la prestazione di servizi di custodia delle attività e di servizi di pagamento) che rilevano in sede di prestazione dello stesso; si delimita la sfera del provvedimento abilitativo rilasciato agli operatori dediti a tale attività, puntualizzandosi le forme di vigilanza delle autorità competenti. Vengono poi fissati presidi a tutela degli investitori, ponendo l'obbligo a carico dei fornitori di servizi di fornire adeguate informazioni alla clientela (collocandole sulla pagina *web* nella quale è presentata l'offerta) e valutando, nel contempo, se l'offerta sia appropriata ai potenziali investitori non sofisticati.

Particolare attenzione è, poi, dedicata alla definizione dei poteri delle autorità competenti responsabili dell'espletamento delle funzioni e dei compiti previsti dal regolamento, le quali sono tenute a far riferimento all'ESMA. Nello specifico, sono puntualizzati i termini e le modalità della funzione ispettiva e, più in generale, delle altre mansioni di vigilanza necessarie per adempiere alle prescrizioni della normativa regolamentare (sospensione e/o divieti delle offerte, trasferimento dei contratti ad altri fornitori, richiesta all'organo giurisdizionale competente di decidere in merito all'esercizio dei poteri di supervisione, ecc.). Ciò, ferma restando la possibilità di attivare forme di cooperazione tra le autorità competenti per il conseguimento delle finalità indicate dal legislatore europeo; donde la previsione di effettuare scambi di informazioni senza indebiti ritardi, nonché di porre in essere opportune forme di interazione nelle attività di indagine, vigilanza e contrasto delle violazioni del regolamento.

Completa il quadro disciplinare in esame la previsione del diritto delle autorità competenti ad irrogare sanzioni amministrative (di carattere pecuniario e di variegato importo), nonché altre misure di eguale natura, le quali potranno essere affiancate alla applicazione di sanzioni penali che gli Stati membri intendano adottare in conformità al loro diritto nazionale. Si stabilisce, altresì, che dette sanzioni amministrative possono essere integrate da misure (anche pecuniarie) aggiuntive

rispetto a quelle previste dal regolamento ovvero che, in base a valutazioni discrezionali dei nominati paesi membri, possono non essere stabilite qualora si versi in presenza di violazioni che siano già oggetto di sanzioni penali a norma della legislazione domestica.

Da tale breve disamina della regolazione europea si evince una chiara apertura disciplinare volta a superare pregresse forme di frammentazione normativa del particolare modello di business preso in considerazione dal legislatore. Quest'ultimo dimostra piena consapevolezza della particolarità operativa del crowdfunding, che in ragione della sua stretta correlazione all'utilizzo di una strumentazione informatica si differenzia dalle tradizionali pratiche di finanziamento che fanno riferimento alle tradizionali forme dell'intermediazione creditizia.

Consegue la predisposizione di un impianto sistemico per lo svolgimento del servizio in parola che tiene conto della relativa specificità, dovuta al fondamento tecnologico che rende possibile la sua attivazione; vengono, quindi, poste su un piano oggettivo le fasi dell'*agere* finanziario, per certi versi sottratte (ad eccezione della volontà decisionale che si rinviene all'origine del rapporto negoziale) all'influenza delle parti contrattuali. Da qui la semplificazione dei processi e, dunque, delle stesse modalità interventistiche delle autorità di supervisione, alla quale ovviamente il regolatore non intende rinunciare, anche se su un piano sostanziale detta normativa europea sembra orientata ad evitare il ricorso all'applicazione dei pervasivi canoni del 'controllo' che caratterizzano la vigilanza bancaria.

5. In base ai rinvii, disposti nella normativa in esame, agli interventi delle autorità nazionali competenti, il regolatore italiano ha provveduto recentemente ad emettere il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, di attuazione del regolamento UE n. 2020/1503, il cui complesso dispositivo nell'armonizzare la disciplina europea con quella nazionale, ne ha integrato i contenuti introducendo modifiche normative che, come

dirò qui di seguito, danno a mio avviso un'interpretazione estensiva delle indicazioni europee e, per certi versi, dello stesso impianto sistemico predisposto in sede UE.

La lettura di tale provvedimento evidenzia, infatti, un richiamo ai criteri ordinatori domestici della materia bancaria e finanziaria che, per quanto pienamente rispondente a talune prescrizioni del citato regolamento n. 2020/1503, possono apparire non del tutto appropriati con riguardo alla reale dimensione della realtà fenomenica che qui ci occupa.

Nello specifico, il d.lgs n. 30 è coerente sul piano giuridico formale con i limiti di applicabilità della nuova regolazione fissati dall'art. 1 del regolamento UE (vale a dire alle operazioni di entità non superiore ai 5 milioni) e con l'osservanza dei requisiti prudenziali previsti dal successivo artt. 11. Analogamente è a dirsi con riguardo al raccordo della nuova normativa nazionale con l'autorizzazione e con le forme di vigilanza esperibili nei confronti dei fornitori di servizi di crowdfunding, nonché con l'obbligo d'informativa alla clientela cui sono tenuti i gestori delle piattaforme per assicurare un'adeguata tutela agli investitori. Da ultimo, anche i numerosi riferimenti contenuti nel regolamento n. 1503 alle «competenti autorità» di vigilanza sul settore finanziario trovano adeguato riscontro nel decreto lgs in parola, configurandosi opportuno un congruo riparto di competenze tra la Banca d'Italia e la Consob, stante il menzionato, indistinto richiamo al complesso autoritativo nazionale disposto in sede UE.

Si è in presenza di previsioni normative che intendono segnare una disciplina minimale - da attuare secondo una logica procedurale 'semplificata' - adatta alla tipologia operativa che ci occupa.

Di ciò è conferma nella sequenza delle forme di controllo previste; ed invero queste, da un canto, delimitano la dimensione degli investimenti praticabili, dall'altro sottopongono l'attività realizzata (tramite piattaforme) ad una vigilanza preventiva (volta ad accertarne la conformità alla regolazione) e ad obblighi di trasparenza (dove l'informativa da rendere alla clientela). E' evidente come dato caratterizzante

del complesso dispositivo europeo sia la riferibilità ad un contesto operativo che, per quanto possa essere meritevole di considerazione, è relegato in un ambito di marginalità; criterio ordinatorio che si rinviene anche a base della identificazione delle funzioni proprie delle differenti autorità competenti in materia, nonostante che le medesime vengano richiamate congiuntamente, essendo rimesso al regolatore nazionale il riparto (*rectius*: la specificazione) delle relative attribuzioni.

Ciò posto, quel che desta perplessità nella formulazione del d.lgs. n. 30 è la modalità con cui dette indicazioni del legislatore europeo hanno trovato accoglimento nel nostro Paese. Sul piano delle concretezze disciplinari, dalla positiva valutazione di una unitaria regolamentazione dei rapporti di *equity* e di *lending*, resa possibile dall'uso delle piattaforme, si è passati infatti ad una costruzione che ha di mira una visione prospettica del crowdfunding, diversa da quella ipotizzata dal regolamento UE (circostritta al finanziamento delle microimprese) o, quanto meno, protesa in chiave evolutiva rispetto all'obiettivo perseguito da quest'ultimo.

A ben considerare, il legislatore nazionale sembra orientato a identificare nel crowdfunding il primo step di una operatività finanziaria che, supportando lo sviluppo delle piccole imprese, consenta a queste ultime di relazionarsi, in prosieguo di tempo, con intermediari creditizi in grado di offrire un sostegno di ben più ampia portata di quello ottenuto dalle piattaforme. Ciò ha indotto il nostro regolatore ad ascrivere una capacità funzionale alla prestazione dei servizi di cui trattasi forse non del tutto rispondente a quella desumibile dai dati quantitativi che fino ad oggi hanno contraddistinto la presenza del crowdfunding sul mercato italiano²⁴, forse ipotizzando che le imprese per tal via supportate siano in grado di svilupparsi rapidamente, per passare poi alla fruizione dei servizi bancari.

²⁴ Cfr. OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 7° Report sul CrowdInvesting, cit., p. 2, ove si precisa che, a giugno 2022, si contavano «90 piattaforme attive sul mercato nazionale, molte delle quali ancora ai nastri di partenza» e che «la raccolta complessiva negli ultimi 12 mesi, dal 1/7/2021 al 30/6/2022, è stata pari a € 430,6 milioni... ancora una goccia nell'oceano rispetto agli impieghi sul mercato finanziario italiano».

Si spiega, pertanto, la ragione per cui il d. lgs. n. 30 - pur affermando di voler circoscrivere il proprio ambito di applicazione ai servizi disciplinati dal regolamento n. 1503, proponendo quindi un'azione di contenute dimensioni - segna una discesa in campo della Banca d'Italia finalizzata ad «assicurare l'osservanza degli obblighi imposti dal regolamento UE in materia di: ... adeguatezza patrimoniale ... governo societario ... organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni, sistemi di remunerazione ... requisiti dei partecipanti al capitale del fornitore di servizi di crowdfunding»; donde la chiara sottoposizione dello svolgimento dell'attività in questione all'armamentario di una tipologia di controlli analoga a quelli che gravano sugli appartenenti al settore del credito.

È ben vero che tali prescrizioni formalmente sono riconducibili a verifiche di natura prudenziale (in linea, dunque, con le indicazioni del regolamento europeo), ma è altrettanto vero che, in considerazione dei caratteri intrinseci del crowdfunding, non si ravvisano rischi di instabilità sistemica conseguenti ad eventuali difficoltà o ad ipotesi di 'chiusura' delle piattaforme²⁵. D'altronde, non va trascurato di osservare che la Banca d'Italia qualora versi in presenza di sottoscrizioni effettuate «per il tramite di intermediari abilitati» è in grado di disporre le verifiche ritenute necessarie ad un compiuto accertamento delle situazioni problematiche sulla base dei poteri di supervisione suoi propri.

Sotto altro profilo, l'intento normativo di conferire al crowdfunding una particolare vettorialità nel promuovere lo sviluppo delle microimprese si individua nel riconoscimento di una peculiare centralità alle società a responsabilità limitata, quali potenziali collettori dei finanziamenti effettuati tramite piattaforme.

²⁵ Al riguardo va tenuto distinto il *fallimento* del progetto di *crowdfunding* da quello delle imprese realizzate attraverso una campagna di *equity crowdfunding*; ed invero mentre il primo è legato alla scarsa originalità dei progetti ovvero alla loro incapacità d'intercettare reali bisogni del mercato, il secondo è riconducibile all'esigenza di nuovi finanziamenti per crescere e migliorare. In entrambi i casi, comunque, sussiste una chiara distinzione tra le cause che sono a fondamento delle menzionate criticità e la situazione di *default* della piattaforma (che, al presente, in considerazione della dimensione quantitativa del fenomeno in esame, non si ritiene possa comportare rischi sistemici).

Si prevede, infatti, che «l'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari» riconducibili a tali società «non necessita della stipulazione di un contratto scritto»; precisando che eventuali oneri gravanti sui sottoscrittori, acquirenti o alienanti dei nominati strumenti devono essere «indicat(i) nel portale dell'offerta, con separata... evidenziazione delle condizioni praticate ... (dagli) ... intermediari coinvolti», venendo meno, in caso contrario, le ragioni creditorie di questi ultimi. Analogamente, in alternativa a quanto stabilito dall'art. 2470, comma 2°, cod. civ. sono introdotte disposizioni di semplificazione procedimentale con riguardo all'atto di trasferimento di quote rappresentative del capitale di società a responsabilità limitata.

È evidente come la peculiare tipologia della s.r.l. abbia interagito come elemento catalizzatore al fine di un più elevato sviluppo del crowdfunding vuoi perché essa individua la struttura societaria maggiormente utilizzata all'interno del sistema economico italiano, vuoi perché essa viene notoriamente utilizzata per investimenti di dimensioni minori, che per solito identificano quelli propri della forma operativa che ci occupa. Da qui la particolare flessibilità di tale forma societaria che consente di modellarne *l'agere* in modalità idonee a conseguire l'oggetto sociale senza un eccessivo impiego di capitali.

Da ultimo, non può tralasciarsi di considerare che i contenuti dispositivi del decreto lgs n. 30 saranno sottoposti ad un duro 'banco di prova' allorché, in applicazione dell'art. 18 del regolamento UE n. 1503, saranno attivati servizi di crowdfunding su base transfrontaliera. Ciò in quanto l'intento normativo perseguito dal legislatore europeo di ridurre le barriere cross-nazionali (rafforzando per tal via l'unione del mercato dei capitali) metterà a confronto i differenti regimi disciplinari degli Stati membri relativi all'erogazione del servizio in parola, attuato nelle modalità della 'libera prestazione'.

Va da sé che, in tale contesto, i sistemi dispositivi particolarmente agili e senza

gravosi oneri a carico dei fornitori di servizi troveranno il gradimento del mercato, determinando la possibilità che operatori nazionali facciano ricorso alle prestazioni fornite da gestori di piattaforme di paesi stranieri.

6. Al fine di una compiuta analisi della tematica in parola è opportuno esaminare la complessa funzione delle piattaforme che rendono possibile l'utilizzo di processi decentralizzati nell'offerta e commercializzazione di servizi di pagamento e finanziari. La loro presenza nel mercato assume peculiare rilievo con riguardo alla attivazione degli accordi che si pongono a base delle acquisizioni e transazioni che qui ci occupano; ferma restando, peraltro, la proposizione di numerosi problemi connessa all'utilizzo delle piattaforme, tra i quali rilevano in primis l'attribuzione a queste della qualifica d'intermediari e la configurabilità di una responsabilità gestoria a carico dell'esercente di tale servizio.

L'attività delle piattaforme viene considerata in letteratura analoga a quella svolta dalle borse che operano sui mercati regolamentati; peraltro, il loro inserimento all'interno del mondo digitale interagisce sulla particolarità di un *agere* che si compendia in una offerta non riferibile «ai tradizionali *asset* finanziari (azioni, obbligazioni, ecc.)», in vista di un'operatività svolta su specifici mercati²⁶, la quale individua «grazie a processi di profilazione e targhettizzazione degli utenti...anche i prodotti richiesti e da rendere disponibili»²⁷. Come ho precisato in altra occasione, la piattaforma identifica un gestore decentralizzato che si qualifica per la proposizione neutrale di un servizio finanziario di significativa ampiezza dimensionale e per la

²⁶ Così PALAZZO, *Blockchain e cripto-attività*, in AA.VV., *Il diritto nell'era digitale*, Milano, 2022, p. 231; v. anche MIGNARRI, *Imposizione e monitoraggio delle operazioni in criptovalute: molte questioni aperte*, in *Il fisco*, 39, 2018, p. 3751 s; PANISI e SCIARRONE ALIBRANDI, *La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech*, CONSOB, Milano 2019; LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in *L'attività delle banche*, a cura di Urbani, Padova, 2020, pp. 81ss;

²⁷ Così CANEPA, *I mercati dell'era digitale. Un contributo allo studio delle piattaforme*, Torino, 2020, p. 24.

molteplicità e varietà dei soggetti potenziali destinatari del medesimo²⁸; ciò con la conseguenza di dover escludere la possibilità che la medesima trattenga fondi di terzi dovendo limitarsi a «gestire in modo totalmente automatizzato ...l'incontro tra domanda ed offerta», come si puntualizza in uno studio della Banca d'Italia²⁹.

Nello specifico, la dottrina si è soffermata ad evidenziare gli elementi strutturali delle piattaforme valutandone su un piano generale le caratteristiche e le finalità. L'analisi nel riferimento alle indicazioni formulate dalla Commissione Europea ha evidenziato, sul piano economico, la riconducibilità delle medesime ad un «un meccanismo federato e cooperativo», fondato sulla interazione tra finanza e tecnologia, il quale - consentendo forme di raccordo operativo tra coloro che ad esso partecipano - crea e scambia valore³⁰. Per converso, l'indagine in ambito giuridico sottolinea che si è in presenza di uno schema ordinatorio che, sul piano delle concretezze, appare propositivo di problematiche riconducibili a quelle sottese alla nozione d'impresa, stante la capacità delle piattaforme di costituire aggregazioni funzionali allo scopo di rendere possibile l'ingresso nei mercati telematici³¹.

È stato, quindi, posto l'accento sulla rilevanza che lo sviluppo del calcolo informatico presenta *in subiecta materia*, indagine finalizzata ad accertare se l'utilizzo di processi decentralizzati (nella offerta e commercializzazione di servizi di pagamento e finanziari) possa essere gravida di rischi. In particolare, si sono ravvisate incertezze e pericoli nel fatto che il ricorso alle tecnologie informatiche, consentendo transazioni attuate senza l'intervento diretto di un intermediario, non è in grado di «garantire gli utilizzatori contro errori improvvisi o pericolosi malfunzionamenti»,

²⁸ Cfr. CAPRIGLIONE, *Le cripto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, I, p. 271.

²⁹ Cfr. GARAVAGLIA, *Finalità, funzionamento e tipologia di utilizzi delle Blockchain*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD 2, criptovalute e rivoluzione digitale*, pubblicato in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 87, Roma, 2019, p. 170.

³⁰ Cfr. CIPOLLONE, *Conference on Digital Platforms and Global Law*, Roma, Villa Aldobrandini, 29 aprile 2022.

³¹ Cfr. CANEPA, *I mercati dell'era digitale*, cit., p. 31 - 33.

previa applicazione di tipiche forme di «controllo da svolgere (*ex post* o *ex ante*)»³².

A ben considerare, avvenendo l'esecuzione delle operazioni in modalità automatica (stante l'applicazione di programmi di *software* che si attivano al raggiungimento di determinate soglie di prezzo), è possibile che sul piano negoziale si determini una disarmonia relazionale fra le parti (in ragione di questa particolare modalità dell'*agere* finanziario). Ed invero la tempestività e la frequenza delle transazioni, come poc'anzi si è sottolineato, alterano il normale processo valutativo degli interessi in campo, dando luogo ad una forma operativa, frequentemente distonica, nella quale la ponderazione degli obiettivi perseguiti è sottratta ad un attento calcolo del rapporto tempo/quantità³³.

Nel delineato contesto, il tempo assume una connotazione particolare, divenendo metro della certezza e garanzia delle situazioni giuridiche soggettive che si pongono in essere: alla sua peculiarità va ricondotta la c.d. fiducia digitale che, a giusta ragione, un'attenta studiosa pone a fondamento del rapporto tra utente e piattaforma³⁴. E' evidente come tale elemento fiduciario, in sede contrattuale, si sostituisca all'attività di verifica della qualità del progetto e/o del cliente che si vuole finanziare, in pratica supplendo alle analisi sul livello reputazionale della controparte, nonché sui variegati profili d'accertamento che per solito connotano la fase precontrattuale. Ciò, pur rappresentando un fattore positivo nella definizione del rapporto negoziale, non sminuisce l'esigenza di una rete di protezione che può essere offerta solo dall'esistenza di norme che regolano gli scambi con moneta legale e l'erogazione dei servizi finanziari attraverso una corretta azione intermediatrice.

Ad un attento esame non sfugge, infatti, che la funzione delle piattaforme per quanto presenti elementi di similitudine con quest'ultima non è ad essa riconducibile. L'automatismo che contraddistingue la meccanica operativa propria delle strutture

³² Cfr. MAIMERI e MANCINI, *Introduzione a AAVV., Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, in *Quaderni di ricerca giuridica della Banca d'Italia*, n. 87, cit., p. 19.

³³ Cfr. FROSINI, *Temporalità e diritto*, in *Riv. dir. civ.*, 1999, p. 431 ss.

³⁴ Cfr. CANEPA, *op. ult. cit.*, p. 62 ss

tecnologiche - come si è dianzi sottolineato (a proposito della relazione giuridica trilaterale ravvisabile nella fattispecie) - non si traduce in un nesso rilevante sul piano negoziale; sicché il rapporto tra finanziatore ed investitore si instaura senza un particolare contributo partecipativo della piattaforma.

Tale assunto può sembrare contraddetto dall'inquadramento del crowdfunding, formulato nel regolamento n. 2020/1503/UE, come «tipo di intermediazione» fornito dal gestore della piattaforma (considerando n. 1). Tuttavia, alcune precisazioni contenute in passaggi successivi della normativa in parola dimostrano che il regolatore - al di là del *nomen iuris* utilizzato - non ha inteso riferirsi alla connotazione tipica della formula intermediatrice; ed invero, l'affermazione secondo cui il gestore della piattaforma non assume «a proprio titolo alcun rischio» (*considerando* n. 1), limitandosi a «fa(r) incontrare i titolari di progetti e gli investitori su(lla).. piattaforma *online*» (*considerando* n. 2) attesta, in maniera inequivoca, che la negoziazione si conclude previo utilizzo dell'apparato informativo, di cui le piattaforme dispongono. Da qui la conclusione che è carente, nella fattispecie, uno specifico apporto decisionale del gestore, attività che invece, in via ordinaria, connota l'azione intermediatrice in ambito finanziario.

In altri termini, la capacità algoritmica delle piattaforme presenta una valenza che non si estende alla profilatura del rischio dell'utente da parte dei gestori delle stesse, essendo l'operazione demandata nella sua interezza al programma software che ne supporta l'esecuzione. A conferma di ciò rileva la considerazione formulata in dottrina secondo cui «il passaggio da una tradizionale catena del valore con struttura lineare a dei 'sistemi' del valore a struttura diffusa», fa sì che la piattaforma «pur interponendosi in vario modo tra le parti di una transazione»... non svolge... una attività d'intermediazione in senso stretto»³⁵.

³⁵ Cfr. MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e passporting UE*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2022, p. 641.

Da qui la conferma che si versa in presenza di una innovativa forma di mediazione tipica come in precedenza ho evidenziato. Tale fattispecie - come è stato puntualizzato da un'autorevole dottrina nel secolo scorso - è in *re ipsa* priva di carattere negoziale³⁶, essendo riconducibile allo schema unilaterale dei cc.dd. procacciatori d'affari, presentando elementi ascrivibili alla figura professionale di coloro che mettono in contatto gli enti creditizi con gli operatori del mercato interessati ad ottenere un finanziamento³⁷. Ciò, restando fermo ovviamente che la disciplina prevista per gli intermediari abilitati viene presa in considerazione «nel caso in cui i prestatori-utenti siano banche»³⁸.

Ma c'è di più. Come è stato recentemente puntualizzato in uno studio dell'EBA, le piattaforme sono diventate uno strumento informatico cui fanno ricorso frequentemente gli intermediari abilitati per utilizzarlo alla stregua di qualsivoglia altro congegno operativo che possa essere d'ausilio nell'esercizio dell'attività di loro competenza³⁹. Ciò conferma che le piattaforme esulano da una dimensione intermediatrice tout court, dovendo piuttosto essere configurate come fattore caratterizzante del passaggio dall'«analogico al digitale»; più in particolare, esse forniscono una chiave di lettura della complessità relazionale determinata dalle interdipendenze che, nella nuova realtà digitale, si individuano tra soggetti ed infrastrutture tecnologiche.

D'altronde nelle stesse istruzioni della Banca d'Italia agli appartenenti al settore del credito si evidenzia un progressivo venir meno del ruolo degli intermediari, sostituiti da piattaforme e algoritmi al presente utilizzati in modalità crescente «per la misurazione del rischio di liquidità, da condursi e condividere con le

³⁶ Cfr. CARRARO, *La mediazione*, Padova, 1960, p. 55.

³⁷ Si ha qui riguardo all'attività dei cd. mediatori creditizi che, a livello disciplinare, sono disciplinati dall'art. 128 *sexies* tub; cfr. LACAITA, *Commento sub art. 128 sexies tub*, in AA.VV., *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Tomo III, Milano, 2018, p. 2463 ss.

³⁸ Cfr. MACCHIAVELLO, «*La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*», in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, I, p. 78.

³⁹ Cfr. EBA «*Report on the Use of Digital Platforms in the EU Banking and Payment Sector*», September 2021.

unità operative interessate»⁴⁰.

7. Il fenomeno delineato nelle pagine che precedono denota significativa specificità anche con riguardo alla identificazione dei presidi di vigilanza ai quali è affidato il compito di assicurare la stabilità di tale forma operativa, necessario presupposto per creare la fiducia nei mercati ed un adeguato livello di protezione dei consumatori di servizi finanziari. Per vero, le ridotte dimensioni che attualmente caratterizzano il crowdfunding non destano preoccupazione con riguardo alla configurabilità di una ipotetica sua incidenza nella determinazione di eventuali rischi sistemici. Al presente - ma anche in una prospettiva di medio lungo termine - gli elementi costitutivi di tale servizio finanziario sembrano escludere che esso, a causa di un erroneo e/o non corretto esercizio della funzione aggregativa (di disponibilità monetarie) cui è preordinato, possa interagire negativamente sulla tenuta complessiva del settore, dando luogo a situazioni di contagio che si riverberano a danno degli altri operatori finanziari.

Infatti, in entrambe le tipologie di *crowdinvesting* dianzi esaminate la presenza di rischi (di rilevante entità) è legata all'andamento degli investimenti (per solito di contenuto ammontare) effettuati dai soggetti finanziatori; sicché, la peculiare natura dei destinatari degli interventi di cui trattasi, tipicamente rappresentati da micro imprese in fase di start-up, fa sì che appaia segnatamente circoscritta la possibilità di un eventuale deterioramento del rapporto posto in essere, anche a causa della mancanza di *collateral* che ne impedisce la diffusione al di fuori delle parti negoziali.

Ma v'è di più. Come opportunamente è stato sottolineato, essendo «il crowdfunding ... cresciuto esponenzialmente in pochi anni...come spesso accade nei business emergenti, il tasso di mortalità è stato pure elevato»; ciò non ha comportato, peraltro, gravi conseguenze sullo sviluppo del fenomeno, in quanto la

⁴⁰ Cfr. Circolare n. 285 del 17 dicembre 2011, 11° aggiornamento, Parte Prima. IV.6.7.

chiusura di alcuni portali è stata considerata naturale conseguenza di un *agere* finanziario innovativo che, a volte, può non raggiungere la «scala minima necessaria» o errare nella scelta degli investimenti da proporre⁴¹.

Consegue una prima conclusione: dalla connotazione del fenomeno di cui trattasi discende una obiettiva limitazione del ruolo delle autorità di controllo, le quali *in subiecta materia* assolvono ad una funzione che di certo è ben diversa da quella per solito esercitata con riferimento alla vigilanza sulla «sana e prudente gestione delle banche» ovvero sulla regolarità del processo di sollecitazione del pubblico risparmio. È indubbio, infatti, che non ricorrono nella fattispecie i presupposti per dare spazio alle forme di ‘controllo di stabilità’, rientranti nelle competenze proprie della Banca d’Italia, organo di vigilanza cui spetta assicurare detto obiettivo a livello sistemico.

Un’appropriata valutazione dell’oggetto tipico dell’attività svolta dalla nominata autorità mette in evidenza come la clausola testé menzionata – nella quale sono indicati i criteri gestionali cui devono conformarsi gli appartenenti all’ordinamento del credito - consacra il modello di supervisione adottato nel TUB. Ed invero, su di essa viene, per un verso, parametrata la meritevolezza del credito concesso dagli intermediari, per altro la valutazione delle condotte di questi ultimi nel conformarsi agli obiettivi dell’azione di controllo; ciò nella riferibilità ad una logica che tiene conto della intrinseca mutevolezza che è dato riscontrare nelle variegate forme operative praticate dai soggetti abilitati. Da qui la proposizione di regole, a livello di normativa secondaria, che stabiliscano procedure rigorose e limiti per gli affidamenti concessi dagli intermediari bancari.

Per converso, come è stato puntualizzato in letteratura, a seguito dei cambiamenti recati dall’innovazione tecnologica allo svolgimento dei servizi finanziari si riscontra un passaggio dalla valutazione del merito creditizio dei clienti affidata al

⁴¹ Cfr. OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 7° Report sul CrowdInvesting, cit., p. 7.

giudizio del banchiere ad un'analisi automatizzata dei dati riguardanti i prenditori di credito effettuata previo utilizzo di *machine learning*⁴². Più in particolare, è stato sottolineato che la concessione di finanziamento avviene sulla base di un'istruttoria effettuata previo ricorso ad algoritmi ed in un contesto che si caratterizza «nel solco della disintermediazione»⁴³. In altri termini, ci vien detto che la valutazione del fenomeno in osservazione non può prescindere dal riferimento alla funzione delle piattaforme in precedenza evidenziata, in quanto queste sono in grado di consentire alle imprese di ottenere rapidamente liquidità; ciò fermo restando che il risultato della loro azione non è, comunque, assimilabile ad una «raccolta di risparmio», tipicamente propria degli intermediari bancari.

8. Il regolamento UE n. 1503 del 2020 dedica un ampio complesso dispositivo alla puntualizzazione delle funzioni assegnate alle autorità competenti *in subiecta materia*. Esse sono al centro dello schema ordinatorio che, attraverso gli interventi di supervisione, assicura un corretto esercizio dell'attività in parola; infatti ad esse fa capo il processo di autorizzazione cui è correlata l'assunzione di una compiuta informazione sulle modalità gestorie del crowdfunding da parte dei fornitori di tale servizio, sì che siano messe in grado di «valutare la loro organizzazione interna e le procedure predisposte al fine di garantir(n)e la conformità al..(richiamato)... regolamento» (v. considerando n. 34).

A ben considerare, tuttavia, il legislatore europeo ha adottato nella fattispecie una procedura d'autorizzazione semplificata (*rectius*: una ridotta richiesta di dati agli operatori) che, ovviamente, comporta un ridimensionamento della funzione tipica delle autorità; non a caso il regolamento prevede, tra l'altro, che per garantire alle start-up e alle PMI un accesso agevole ai mercati dei capitali, la «scheda contenente

⁴² Cfr. DAVOLA, *Algoritmi decisionali e trasparenza bancaria. Il paradigma dell'inerenza nella regolamentazione delle tecnologie emergenti*, Milano, 2020, *passim*.

⁴³ Cfr. BELLINO, *Strumenti digitali e credito*, in AAVV., *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, *op. cit.*, p. 261 ss.

le informazioni chiave sull'investimento» è sottratta all'obbligo di approvazione da parte delle medesime (considerando n. 54). Si addivene così alla configurazione di «una serie minima di poteri di vigilanza e di indagine, che dovrebbero essere conferiti alle autorità competenti conformemente al diritto nazionale» (considerando n. 62), con l'ovvia conseguenza che viene rimesso a quest'ultimo il riparto delle forme interventistiche spettanti alle differenti autorità cui negli Stati membri, a livello istituzionale, sono assegnati poteri di controllo.

È evidente come, in un contesto sistemico siffatto, le linee comportamentali attivabili, con riguardo ai servizi di crowdfunding, dal complesso autoritativo di vertice del settore finanziario presentino necessariamente aspetti differenziali rispetto a quelle che, per solito, si rinvencono negli interventi di vigilanza praticati nei confronti degli altri operatori sottoposti a vigilanza; ragion per cui non possono identificarsi con le medesime. Di ciò ovviamente dovrebbero tener conto i regolatori nazionali, procedendo ad una assegnazione di compiti alla autorità domestiche che fossero, per un verso, correlati a un criterio distintivo fondato sulla specificità della funzione alle medesime riconosciuta dall'ordinamento, per altro di entità (*rectius*: misura) inferiore a quella posta a fondamento dei loro poteri istituzionali esercitabili in ambito bancario/finanziario.

Sotto altro profilo, rileva il raccordo tra le regolamentazioni degli Stati membri rimesso all'azione dell'ESMA al fine di superare possibili divergenze. Quest'ultima - sulla base di dettagliate relazioni annuali sull'attività svolta dalle autorità nazionali - svolge una funzione di garanzia nell'assicurare l'obiettività e l'imparzialità degli interventi di vigilanza effettuati a livello domestico, per i quali il regolamento n. 1503/2020 conserva autonomia decisionale agli organi competenti.

Ciò posto, è evidente come debba essere ritenuta determinante ai fini di un compiuto inquadramento della materia in esame l'analisi delle modalità con cui sono state recepite a livello nazionale le indicazioni della regolamentazione europea del crowdfunding. Necessita, pertanto, far riferimento alle disposizioni del decreto lgs. n.

30 del 2023, il quale nell'art. 1 espressamente prevede che la Consob e la Banca d'Italia sono le autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento UE n. 2020/1503, assegnando a dette autorità funzioni che - come ho detto in precedenza - travalicano il relativo ambito interventistico previsto nella disciplina UE⁴⁴.

Nello specifico, non sorprende soltanto l'assegnazione alla Banca d'Italia di una funzione interventistica forse di portata eccessiva rispetto alla reale possibilità che - in relazione alle modalità esplicative del crowdfunding ed al presumibile limitato coinvolgimento degli intermediari bancari nell'operatività di cui trattasi - abbiano a verificarsi rischi di instabilità sistemica, situazione alla quale del resto ho già fatto espresso riferimento.

A mio avviso, desta perplessità anche il fatto che la normativa del decreto lgs. in parola pone sullo stesso piano le due autorità di vertice del settore finanziario italiano, Banca d'Italia e Consob, quasi a voler sancire una parità funzionale tra le stesse; criterio che, ad una attenta lettura della regolazione europea, non sembra riconducibile agli intenti del legislatore UE. Al riguardo è il caso di far presente che l'impianto sistemico del decreto lgs. n. 30 avrebbe dovuto essere orientato ad un'attribuzione di poteri alle nominate istituzioni in linea col criterio di segnare sfere interventistiche che riflettano il noto principio della distinzione 'per finalità'.

Per converso, sembra che il d. lgs. - come si evince tra l'altro dall'intenso coordinamento dei relativi «provvedimenti assunti nell'esercizio dell'attività di vigilanza» - abbia voluto sancire una sorta di parificazione interventistica, seguendo una tecnica dispositiva non conforme al riparto delle azioni di supervisione che, nella regolazione bancaria e finanziaria, sono ascrivibili alle autorità in parola.

A conferma della scarsa coerenza di tale logica distributiva con l'attuale impianto sistemico della disciplina speciale è sufficiente aver riguardo vuoi ai caratteri intrinseci del servizio in esame, vuoi all'espressa riferibilità alla Consob quale «punto

⁴⁴ Cfr. *supra* parag. n. 5.

di contatto unico per la cooperazione amministrativa transfrontaliera tra le autorità competenti e con l'ESMA», prevista dal comma 8 dell'art. 1 del citato d.lgs. n. 30 del 2023. Si evidenzia un aspetto contraddittorio della normativa di attuazione del regolamento UE 2020/1503 che, in prospettiva, sarebbe bene eliminare al fine di evitare difficoltà e/o tensioni in sede applicativa.

Francesco Capriglione

DIGITAL FINANCE E CROWDFUNDING: PROFILI DELLE RELAZIONI NEGOZIALI *

(Digital finance and crowdfunding: profiles of negotiating relationships)

ABSTRACT: *Crowdfunding benefits from technological innovation on which, in practice, it depends; and by which it ends up being qualified. However, crowdfunding inflections remain different, as crowdfunding can show itself with different appearances corresponding to different types, especially if it comes into consideration from the point of view of contractual relationships. The contract, the undertaking of which it were a segment, and the relating market are all areas in which the evolving aspects of the regulation of crowdfunding services can be grasped.*

SOMMARIO: 1. Contratto, attività, mercato. - 2. Operazioni e servizi di *crowdfunding*. - 3. Estensione e intensioni del *crowdfunding*. - 4. *Peer-to-peer crowdfunding* e *social (o civic) crowdfunding*. - 5. Il discorso del legislatore comunitario.

1. Se si osserva il fenomeno del *crowdfunding* nell’ottica delle relazioni negoziali, si dischiude una prospettiva che riguarda il contratto e, ove esso sia espressione di un’attività economica e, segnatamente, ne sia segmento – le sia cioè astretto da un nesso non già di generica strumentalità dell’uno all’altra, ma di immedesimazione del primo nella seconda –, riguarda per lo più anche l’impresa e il mercato in cui essa si colloca e di cui il negozio è strumento¹.

* Contributo approvato dai revisori.

¹ V., a es., IRTI, *Scambi senza accordo*, Riv. trim. dir. proc. civ., 1998, 347 ss., ove per l’appunto il contratto è congiuntamente riguardato come strumento del mercato e per la riduzione a unità di posizioni in rapporto di dualità. Trattasi, del resto, di concezione che non è estranea neppure al diritto dei consumatori: cfr. ALPA, *I diritti dei consumatori e il «Codice del consumo» nell’esperienza italiana*, in *Contr. e impr. Eur.*, 2006, 3 ss.; ALESSI, *Contratti dei consumatori e disciplina generale del contratto dopo l’emanazione del codice del consumo*, ne *Il diritto civile oggi. Compiti scientifici e*

Un nesso che astrattamente implica e concretamente si realizza attraverso il perfezionamento d'una necessaria molteplicità di atti negoziali con plurimi soggetti: per essere l'impresa funzionale all'offerta professionale di beni e servizi la cui produzione o scambio ne sono le finalità, dunque naturalmente rivolta al mercato siccome destinazione congeniale di quelli se tali fini siano non occasionalmente perseguiti; e comunque, più in generale, per essere istituito con un'attività. Una molteplicità, inoltre, che può precisarsi nella serialità dei contratti, seppure non necessaria, se si ricorra alla standardizzazione del regolamento convenzionale dei rapporti patrimoniali che accentua la funzione normativa del negozio², che nel caso del *crowdfunding* è doppiamente coinvolto: in quanto regolamento del servizio; e in quanto regolamento dell'operazione economico-giuridica che il servizio promuove, quindi eventuale.

I tre accennati profili che punteggiano la delineata prospettiva (contratto, attività, mercato) sono tutti riguardati, di là del giudizio di merito su di essa, dalla disciplina del *crowdfunding*, con particolare riferimento a quella di matrice comunitaria³, affiancata anche da disposizioni interne di adattamento dell'ordinamento municipale⁴. Con esse si è innovato il diritto vigente rispetto alle

didattici del civilista, Napoli, 2006, 815 ss., e, ivi, 820 s.; e ROSSI CARLEO, *La codificazione di settore: il codice del consumo*, in *Rass. dir. civ.*, 2005, 879 ss., spec. 884 ss.

² La libertà contrattuale e, per essa, il contratto, che è funzionale all'esercizio dell'impresa, può dispiegare la propria portata integrativa della disciplina posta dalle fonti autoritative (cfr., con particolare riguardo ai contratti predisposti dalle banche, CAPRIGLIONE, *Introduzione*, ne *I contratti dei risparmiatori*, a cura di CAPRIGLIONE, nella collana *Istituti di diritto civile*, diretta da ALPA, Milano, 2013, 1 ss. e, ivi, 8 ss.) in un rapporto di reciproco, sebbene non paritario completamento.

³ V. il regolamento UE del Parlamento europeo e del Consiglio 7 ottobre 2020, n. 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937. Per un inquadramento, v. i volumi collettanei a cura di ORTOLANI e LOUISSE (eds.), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford, 2021, e di MACCHIAVELLO, *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, Cheltenham – Northampton, 2022.

⁴ Si allude al d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, che ha introdotto modifiche al t.u.f. al fine di adeguarlo alle norme del regolamento (UE) n. 2020/1503, tra l'altro attribuendo alla Consob il potere di adottare pertinenti disposizioni attuative (art. 4-*sexies* .1, co. 9, t.u.f.); e al regolamento introdotto con deliberazione Consob, 1° giugno 2023, n. 22720, "in materia di servizi di *crowdfunding* in attuazione

puntuali prescrizioni che il legislatore domestico, anticipando quello europeo, aveva già rivolto a (caratteristiche declinazioni de)l *crowdfunding*⁵, precorrendo le suggestioni sulla sua attitudine a sostenere l'economia⁶, ma limitandosi a una disciplina che era essenzialmente rivolta a una sua peculiare figura e, segnatamente, all'*equity-based crowdfunding*⁷. Era eminentemente per questa tipologia di fattispecie, in seno alla più ampia articolazione del fenomeno in discorso⁸, che s'era delineato uno specifico quadro normativo che sottintendeva il riconoscimento a essa

del regolamento (UE) n. 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese e degli articoli 4-sexies .1 e 100-ter del TUF", che ha abrogato il precedente sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*, adottato con delibera Consob, 26 giugno 2013, n. 18592. Sul d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, tra i primi v. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2023, 481 ss.

⁵ Il riferimento è all'art. 30 (intitolato alla «*Raccolta di capitali di rischio tramite portali on line e altri interventi di sostegno per le start-up innovative*»), d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221, con cui è stato novellato il (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, c.d.) t.u.f. (quanto spec. all'art. 1, co. 5-*novies*, recante la definizione di "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali"; all'art. 50-*quinqies*, istitutivo della riserva a taluni soggetti dell'attività di "gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" a cui s'è intitolato; e all'art. 100-*ter*, relativo alle "offerte attraverso portali per la raccolta di capitali") e alla pertinente disciplina attuativa contenuta nel regolamento licenziato con delibera Consob, 26 giugno 2013, n. 18592, e s.s.m.). In tema, si possono cfr. il volume collettaneo a cura di MOSCO, *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Roma, 2013, ove, spec., Enriques [L.], *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla*, *ivi*, 72 ss., e la voce di DE LUCA, FURNARI e GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Digesto IV, Disc. priv., sez. comm., Agg.*, VIII, Torino, 2017, 159 ss.

⁶ Poi emerse anche a livello unionale: cfr. la comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, 27 marzo 2014, intitolata *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union* [COM(2014) 172 final], e la comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni, 8 marzo 2018, illustrativa del *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector* [COM(2018) 109 final].

⁷ Cfr. PINTO, *L'equity based crowdfunding in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal "Decreto Crescita"*, in *Società*, 2013, 818 ss.; LAMANDINI e RAMOS MUNOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, a cura di FINOCCHIARO e FALCE, Bologna, 2019, 255 ss.; e DE STASIO, *Il crowdfunding cit.*, 2325 ss.

⁸ Cfr. LEPORE, *Prospettive e limiti dei nuovi modelli finanziari alternativi: il social lending e il crowdfunding*, in *Sharing economy. Profili giuridici*, a cura di DI SABATO e LEPORE, Napoli, 2018, 61 ss.; LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2017, 309 ss.; e FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, «crowdfunding» e mercati privati*, in *AGE*, 2013, 203 ss.

dell'indicata strumentalità. In particolare, l'attitudine a fornire ausilio alle piccole e medie imprese⁹ nella raccolta di capitale di rischio¹⁰, specialmente nella più problematica, più rischiosa e meno attraente fase dell'avvio dell'intrapresa¹¹.

2. A tal fine, s'era assecondata l'offerta al pubblico di prodotti finanziari¹² di partecipazione al patrimonio sociale¹³ (a essa corrispondenti e di essa indicativi) consentendo agli oblati di acquistarli e divenire soci dell'emittente anche attraverso piattaforme informatiche *online* accessibili tramite internet¹⁴; e s'era provvista una regolamentazione intesa ad accompagnare l'obiettivo di favorire – come si è scritto –

⁹ Nel corso del tempo se ne sono delineati anche speciali statuti, riguardanti a es. le PMI innovative introdotte dal c.d. decreto *investment compact* (d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, conv. dalla l. 24 marzo 2015, n. 33, concernente misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti: v. art. 4). Alla (diversa) figura della *start-up* innovativa, qualificata innanzi tutto dal peculiare oggetto sociale, si era invece già riferito l'art. 25, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (conv. dalla l. 17 dicembre 2012, n. 221), mentre il c.d. decreto cultura (d.l. 31 maggio 2014, n. 83, conv. dalla l. 29 luglio 2014, n. 106: v. art. 11 *bis*) aveva poi isolato le cc.dd. *start-up* turismo (il cui oggetto sociale è stato in allora fatto consistere nella promozione dell'offerta turistica nazionale attraverso l'uso di tecnologie e lo sviluppo di software originali, in particolare, agendo attraverso la predisposizione di servizi rivolti alle imprese turistiche"). In argomento cfr. CIAN, *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *Annali italiani del diritto d'autore*, 2013, 416 ss., e CAGNASSO, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento - start up e p.m.i. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, 2285 ss.

¹⁰ Cfr. Vitali [M.L.], *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss., e Capelli [I.], *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizz. dir. comm.*, 2014, 1 ss.

¹¹ Cfr. 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, 699 ss.; e FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start-up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 2287 ss.;

¹² Più specificamente strumenti finanziari o, senz'altro, valori mobiliari: cfr. art. 1, co. 1, lett. u), art. 1, co. 2, e all. I, sez. C, n. 1, t.u.f. Sul rapporto tra le nozioni di prodotto finanziario, strumento finanziario e valore mobiliare, tra gli altri v. già CAPRIGLIONE, *I «prodotti» di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2008, I, 20 ss. e, ivi, 33 ss.

¹³ Sull'estensione dell'oggetto dell'offerta in discorso, cfr. PREITE, *Crowdfunding, obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi*, in *Nuovo dir. soc.*, 2022, 519 ss., ove si è osservato che a tutte le s.r.l. che fossero PMI era data la possibilità di offrire al pubblico quote di partecipazione al capitale sociale, nonché titoli di debito; ma, essendo data alle sole società innovative la possibilità di emettere “strumenti finanziari partecipativi”, si poteva sollevare il duplice dubbio se anche per le PMI non innovative fosse possibile emetterli e, inoltre, se fossero utilizzabili le piattaforme *online* per offrirli.

¹⁴ Cfr. ACCETTELLA e CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, 237 ss., e CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del fintech*, a cura di CIAN e SANDEI, Torino, 2020, 243 ss.

la raccolta di capitali di rischio con la previsione di presidi preordinati ad assistere la trasparenza e, più in generale, il corretto funzionamento del mercato dei capitali e, così, a preservare o promuovere la fiducia degli investitori contemplando dispositivi di loro tutela diretta e indiretta¹⁵.

Un modello di regolazione, questo, che sembra ispirare anche il regolamento UE n. 1503/ 2020 (e, di riflesso, le nuove prescrizioni domestiche in materia), siccome è innovato tra l'altro il procedimento di autorizzazione dei prestatori di servizi di *crowdfunding* e, più latamente, coltivata la finalità di predisporre strumenti di tutela dei risparmiatori avuto soprattutto riguardo ai soggetti meno attrezzati. Ma nel quadro di una più ampia considerazione del *crowdfunding* in rapporto al confinato ambito oggettivo di applicazione della primigenia normativa nazionale¹⁶, rispetto alla quale quella unionale respinge sullo sfondo talune insicurezze. Sia, per la sua maggiore articolazione e il suo più lato oggetto, le incertezze relative alla disciplina del *lending crowdfunding* la cui ricostruzione era parsa problematica per l'assenza di

¹⁵ Attraverso l'introduzione di disposizioni concernenti gli intermediari relative al procedimento di autorizzazione, ai requisiti pure patrimoniali, alle regole di condotta, ai provvedimenti sanzionatori e cautelari: cfr. FREGONARA, *Il restyling del Regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2016, fasc. 6, 33 ss.; PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca, impr. soc.*, 2015, 287 ss.; LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237 ss.; MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, 509 ss.; ID., *L'informazione ai fruitori dei servizi*, in *Diritto del fintech*, a cura di CIAN e SANDEI, cit., 73 ss.; MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2019, I, 650 ss.; TOMMASINI, *Il crowdfunding. Autonomia privata e tutela dei soggetti coinvolti nella raccolta fondi*, in *Annali SISDIC*, 2020, 51 ss.

¹⁶ Il citato regolamento ha introdotto una disciplina armonizzata volta a promuovere il mercato unico dei servizi di *crowdfunding* e, così, a favorirne la prestazione transfrontaliera per meglio sfruttare l'attitudine di quest'ultimo a sostenere la raccolta di capitali da parte delle imprese anche attraverso piattaforme informatiche *online* accessibili tramite internet, ma estendendola dall'*equity* al *lending crowdfunding*: cfr. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/ 1503*, in *Banca, impr. soc.*, 2022, 27 ss.; CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, 267 ss.; PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 427 ss.; ROSSI, *Il nuovo Regolamento Europeo sui servizi di crowdfunding: l'Europa e il mercato della condivisione*, in *Contr. e impr. Eur.*, 2021, 587 ss.

puntuali regole a livello di legislazione speciale, tenuto conto delle riserve di attività e dell'esigenza di stabilità degli intermediari che s'interponessero prendendo parte alla dinamica dei flussi finanziari¹⁷. Sia, per l'origine della fonte, i dubbi avanzati – con preoccupazione forse eccessiva – che l'originaria positiva conformazione di diritto interno delle operazioni di *crowdfunding* fosse lesiva della concorrenza, la alterasse¹⁸: almeno quelli che sono stati sollevati facendo leva su norme del TFUE, ipotizzando che la limitazione a talune imprese dell'accesso alla raccolta con la tecnica in considerazione si potesse ricondurre alla nozione di aiuto di Stato; e quelli collegati alla restrizione non più della domanda di fondi, ma dell'offerta dei servizi a taluni soggetti soltanto, ciò che peraltro si risolve nel notare l'effetto anticoncorrenziale di qualsiasi riserva di attività¹⁹, che ineluttabilmente riduce i partecipanti al mercato, ancorché possa trovare giustificazione nell'esigenza di soddisfare istanze che protestino l'assegnazione di speciali statuti.

Sotto quest'ultimo profilo, si può piuttosto avanzare che la tipizzazione di

¹⁷ Con provvedimento Banca d'Italia, 8 novembre 2016, recante “disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche” (in GU, serie generale, 19 novembre 2016, n. 271), con riferimento a operazioni di *crowdfunding* alternativamente indicate con le espressioni “*social lending ... o lending based crowdfunding*”, in apparenza impiegate a mo' di sinonimi, la Vigilanza creditizia aveva sottolineato che esse si potevano compiere solo nel “rispetto delle norme che regolano le attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti (ad esempio, attività bancaria, raccolta del risparmio presso il pubblico, concessione di credito nei confronti del pubblico, mediazione creditizia, prestazione dei servizi di pagamento)”; e individuato talune fattispecie che, in particolare, non configuravano “raccolta di risparmio tra il pubblico”. In tema, cfr. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta di capitali tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in *Nuovo dir. soc.*, 2013, fasc. 2, 9 ss.; TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, 519 ss.; MACCHIAVELLO, *Peer to Peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2015, I, 221 ss.; ID., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2018, I, 63 ss.; BALP, *P2P lending e invoice lending*, in *Diritto del fintech*, a cura di CIAN e SANDEI, cit., 303 ss.

¹⁸ Cfr. MARABINI, *Analisi dei possibili profili anticoncorrenziali della normativa italiana in tema di crowdfunding*, in *Contr. impr.*, 2016, 552 ss.

¹⁹ Sulle riserve di attività, per quanto qui rileva, la ricerca può muovere da SEPE, *Clausole degli statuti societari e riserve di attività nel testo unico bancario*, in *Vita not.*, 2000, 74 e ss., e ID., *Ausiliari all'intermediazione finanziaria e creditizia e riserve di attività*, in AA.VV. *La nuova disciplina dei mutui ipotecari. Il ruolo del notaio e la prassi bancaria*, nei *Quaderni della Fondazione Italiana per il Notariato*, Roma, 2009, 141 ss.

servizi di *crowdfunding*, dunque in senso lato di intermediazione, e l'ammissione a prestarli di alcuni soggetti soltanto da parte del formante legislativo siano componenti di una scelta che compensa, almeno in parte, l'erosione della portata delle più classiche riserve di attività conseguente al proliferare di fonti e metodi di finanziamento alternativi al credito bancario²⁰, sebbene di per sé risulti incapace di avversare la disintermediazione bancaria a cui partecipa lo *shadow banking*²¹, inclusa l'esternalizzazione di talune attività da parte delle stesse banche che lo nutre²².

Nella prospettiva delle riserve di attività, del resto, si può altresì osservare che le fonti che specificamente si rifanno al *crowdfunding*, nel definire il proprio oggetto delimitando le fattispecie riguardate, pongono la correlativa questione se così facendo il legislatore eserciti i propri poteri semantici²³ nel senso, cioè con l'effetto, di limitare la nozione giuridica di *crowdfunding* alle sole fattispecie negoziali legal-tipiche a cui assegna una speciale disciplina posta con espresso riferimento a esso. Oppure – come parrebbe in ragione, a esempio, dell'(inciso contenuto nell')intitolazione del regolamento UE n. 2020/1503 ai “servizi di *crowdfunding* per le imprese” – di definire soltanto il perimetro del mercato del *crowdfunding* regolato, *i.e.* la porzione di esso assoggettata a specifica regolazione.

²⁰ Sul fenomeno cfr. CAPRIGLIONE, *Nuova finanza e sistema italiano*, Torino, 2016, 25 ss.

²¹ Si allude a operazioni e soggetti che, sul piano funzionale, rivaleggiano con l'intermediazione bancaria senza, tuttavia, soggiacere alla disciplina di settore riguardante le banche siccome si collocano al di fuori del relativo campo di applicazione: cfr., *inter alios*, FIGUERA, *Alcune considerazioni sullo Shadow Banking System*, in *Studi economici*, 2011, fasc. 2, 69 ss., e LEMMA, *The Shadow Banking System. Creating Transparency in the Financial Markets*, London, 2016.

²² In particolare, di “attività caratterizzate da un'elevata leva finanziaria, forti profili di rischio e significativi margini di interesse”: v. URBANI, *L'attività delle banche*, ne *Il diritto bancario oggi*, a cura di ARATARI e ROMANO, Milano, 2023, 19 ss. e, *ivi*, 28.

²³ In tema, v. BELVEDERE, *I poteri semiotici del legislatore (Alice e l'art. 12 preleggi)*, negli *Scritti per Uberto Scarpelli*, a cura di GIANFORMAGGIO e M. Jori, Milano, 1997, 85 ss.

3. Il *crowdfunding* è fenomeno²⁴ che si giova dell'innovazione tecnologica²⁵ dalla quale, sebbene astrattamente non ne abbisogni necessariamente, in concreto dipende finendo per esserne qualificato; inoltre, nella misura in cui sia strumentale alla raccolta di capitale di debito, concorre ad alimentare la disintermediazione bancaria²⁶, ossia – all'interno del più generale fenomeno della riduzione dei flussi intermediati – la diminuzione dei flussi finanziari tra soggetti in *deficit* e soggetti in *surplus* intermediati dal sistema bancario, che ha preso avvio all'inizio degli anni '80 del secolo scorso ed è suscitata dall'affacciarsi di fonti non tradizionali di finanziamento²⁷, con significativi riflessi sul *business model* delle "banche"²⁸. La precisazione relativa al profilo infrastrutturale introduce all'osservazione che il *crowdfunding* si presta a, ed effettivamente si presenta in diverse configurazioni.

Dal punto di vista della sua estensione o, se si preferisce, della sua denotazione, la formula *crowdfunding* senz'altra specificazione allude,

²⁴ Nella letteratura italiana, possono introdurre al tema PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; QUARANTA, *Il crowdfunding*, in *Dir. econ. impr.*, 2017, 915 ss.; PAVAN, *Il crowdfunding: cambia il tradizionale sistema del "fare impresa"*, Milano, 2018; e DE STASIO, *Il crowdfunding*, ne *Il Testo Unico finanziario*, a cura di CERA e PRESTI, II, Bologna, 2020, 2325 ss.

²⁵ Cfr. CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di PARACAMPO, Torino, 2019, II, 147 ss.

²⁶ V., a es., URBANI, *L'attività delle banche*, cit., 28.

²⁷ A esse si riportano, a es., oltre al *crowdfunding*, il *venture capital*, i fondi *loan-originating* e il *private placement* (cfr. SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contr. e impr.*, 2016, 933 ss. e, ivi, 941), ma anche le *Initial Coin Offerings* (che GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società*, 2019, 61 ss. e, ivi, 62, ritiene che concorrano con "il crowdfunding tradizionale e, per i progetti legati al mondo blockchain, ... il venture capital" e che li abbiano soppiantati). V. pure DE BIASI, *Le prime soluzioni alternative al finanziamento tramite le banche commerciali: shadow banking e P2P*, in *Mercati e banche nella crisi: regole di concorrenza e aiuti di Stato*, a cura di COLOMBINI e PASSALACQUA, Napoli, 2012, 379 ss.

²⁸ È parso ad ANTONUCCI, *Proposte conclusive*, ne *L'ordinamento bancario europeo alla ricerca di un assetto stabile*, a cura di BROZZETTI, Bologna, 2022, 110 s., "ormai conclamato che il futuro della banca tradizionale è prestare servizi e non intermediare ... [p]er cui la banca (se la si vuole continuare a chiamare banca per tradizione) per sopravvivere deve essere qualcos'altro ... che, in relazione alle attività svolte, non ha bisogno dell'odierno carico regolamentare né, per converso, degli odierni tipologia e livello di tutela".

metaforicamente, a un'attività negoziale che realizza un'operazione di raccolta di denaro da parte di chi ne abbisogna per coltivare uno scopo specifico (avviare o proseguire un'intrapresa, un progetto anche benefico, una lotta di rivendicazione, un'organizzazione, e così via) direttamente presso un folto gruppo di persone – una folla per l'appunto – che partecipano alla questua per importi contenuti senza attendersi nulla o, invece, in cambio di interessi o interessenze *lato sensu* partecipative, ma anche soltanto di ricompense (regali, prodotti, e così via)²⁹. Dal punto di vista dell'intensione o, se si preferisce, della connotazione, il *crowdfunding* si può diversamente atteggiare, come già rivela l'estensione che se ne è descrittivamente offerta. La classe di rapporti economico-giuridici che si possono ricondurre alla nozione generale e generica del fenomeno in considerazione, ossia alla denotazione del *nomen* che lo designa, include fattispecie differenziate, innanzi tutto sul piano della causa, *recte* (per chi non creda alla causa concreta³⁰) della finalità in relazione allo scopo di investimento o di far credito, ma anche liberale³¹; e dell'oggetto, con riferimento alla posizione giuridica soggettiva che si costituisca a fronte della dazione che soddisfa l'istanza di raccolta di capitale.

Le flessioni del *crowdfunding* sono diverse, siccome è capace di manifestarsi con differenti fisionomie che corrispondono a diverse tipologie. Di là dei casi caratterizzati dalla gratuità dell'elargizione in cui l'intento di chi la conceda è

²⁹ Alla categoria generale si riportano quattro diverse tipologie di *crowdfunding*, le cui denominazioni più correnti sono *donation-based*, *reward-based*, *lending-based* ed *equity-based crowdfunding*: v., a es., SIMÓN-MOYA e RODRÍGUEZ-GARCÍA, *The Emergence of Social Entrepreneurship: Individuals and Social Ventures as Agents of Change*, Cham, 2021, 34, anche per ulteriori riferimenti bibliografici; e CUMMING e JOHAN, *Crowdfunding: Fundamental Cases, Facts, and Insights*, London – San Diego – Cambridge – Oxford, 2020.

³⁰ Sul problema, v. ROPPO, *Causa concreta: una storia di successo? Dialogo (non reticente, né compiacente) con la giurisprudenza di legittimità e di merito*, in *Riv. dir. civ.*, 2013, 957 ss.

³¹ Quest'ultima finalità caratterizza figure di *crowdfunding* neppure menzionate ove lo si cita quale fenomeno inerente alla finanza d'impresa: v. GIUDICI, *ICO e diritto dei mercati finanziari: la prima sentenza americana*, in *Società*, 2019, 61 ss., ivi 62.

donativo³², ove il *crowdfunding* dia luogo a relazioni tra i singoli *solventes* e l'*accipiens* contrassegnate dall'onerosità un conto è, in particolare, l'apporto di fondi alla colletta per investire nell'intrapresa per la cui realizzazione la contribuzione sia promossa, istituendosi per ciò un rapporto con comunione di scopo; e altro conto è addurli prestando denaro a chi si proponga di attuare l'iniziativa, provvedendo allora a un finanziamento nel quadro d'un contratto sinallagmatico il cui oggetto s'articola in prestazioni corrispettive.

In uno scenario cangiante di operazioni molto differenziate in cui è segmentato, la sistemazione del *crowdfunding* passa per un processo di graduali classificazioni che, peraltro, sono eminentemente stipulative, per questo discutibili e inizialmente provvisorie. Tanto più in ragione della scelta di affidare la tassonomia per tendenza invalsa, per inerzia più che per il vizio dell'esterofilia³³, a una contagiosa terminologia straniera, che s'estende dalla denominazione del genere a quelle delle sue specie. Di modo che alle irresolutezze portate dalla concreta marcata articolazione dei fenomeni da ordinare in seno alla medesima categoria di conio relativamente nuovo³⁴, più che dai profili di loro intrinseca novità, si aggiunge il rischio di slittamenti semantici conseguenti alla recezione della terminologia straniera *telle quelle*, aggravato dalla circostanza ch'essa è costruita ricorrendo a metafore allusive. E si sa che la logica della conoscenza metaforica genera apprendimenti inaccurati³⁵.

³² V. sui limiti, ZINNO, *Il donation-based crowdfunding: riflessioni sul dono in rete*, in *Contr. e impr.*, 2022, 1104 ss. e, ivi, spec. 1114. *Amplius*, RENDA, *Donation-based crowdfunding*, raccolte fondi obblative e donazioni "di scopo", Milano, 2021.

³³ Qui sarebbe un guasto opposto rispetto all'invasione delle traduzioni in altra epoca lamentata: v. RUNDLE, *Il vizio dell'esterofilia. Editoria e traduzioni nell'Italia fascista*, Roma, 2019.

³⁴ Si suole far risalire l'ideazione del termine *crowdfunding* al 2006, imputandola a Jeff Howe o a Michael Sullivan: v., a es., HASSAN, RABBANI, KHAN e ALI, *An Islamic Finance Perspective of Crowdfunding and Peer-To-Peer (P2P) Lending*, in HASSAN, RABBANI e RASHID (eds.), *Islamic Finance and Cryptocurrency: A Systematic Review*, Cham, 2022, 263 ss. e, ivi, 266.

³⁵ Per RICŒUR, *The Metaphorical Process as Cognition, Imagination and Feeling*, in *Critical Inquiry*, vol. 5, n. 1, 1978, 143 ss. e, ivi, 148 s., "[i]magination is this stage in the production of genres

Nell'ottica della sistemazione delle fattispecie che la categoria del *crowdfunding* abbraccia, anche in considerazione dei suoi riflessi sul terreno della concorrenza con l'attività bancaria, la *summa divisio* parrebbe quella, da ultimo accennata, tra la promozione di contratti con comunione di scopo oppure a prestazioni corrispettive, che si rispecchia nella scissione tra raccolta di capitale di rischio e, rispettivamente, di debito. Si può così affacciare la distinzione tra l'*equity based crowdfunding*³⁶ o *investment crowdfunding*³⁷, da un lato, e, dall'altro lato, il *lending based crowdfunding*³⁸, che lascia orfane di collocazione le figure del *peer-to-peer crowdfunding* e del *social (o civic*³⁹) *crowdfundig*.

4. La seconda, che non trova considerazione in seno al citato regolamento comunitario, pare connotata dal fine della raccolta piuttosto che dalla tipologia delle operazioni che la concretano. Lo scopo che sembra qualificare il *social crowdfunding*⁴⁰ è il sostegno economico all'attuazione di un disegno *non profit*⁴¹, realizzativo di un

where generic kinship has not reached the level of conceptual peace and rest but remains caught in the war between distance and proximity, between remoteness and nearness”.

³⁶ Per tutti, sulla figura v. KHORAMCHAH, *Equity Crowdfunding: Essays about the Scientific Development and the Investor Perspective*, Wiesbaden, 2020, 1 ss. e *passim*.

³⁷ V. SCHWARTZ, *Investment Crowdfunding*, Oxford, 2023.

³⁸ Sui tratti di questa specie v., *inter alios*, ZIEGLER e Shneor, *Lending Crowdfunding: Principles and Market Development*, in SHNEOR, ZHAO e FLÅTEN. *Advances in Crowdfunding Research and Practice*, Cham, 2020, 63 ss.

³⁹ V., a es., HAJIHEYDARI, DELGOSHA, *Citizens' support in social mission platforms: Unravelling configurations for participating in civic crowdfunding platforms*, in *Technological Forecasting & Social Change*, 2023, vol. 189, 1 ss.

⁴⁰ Cfr. RENKO, MOSS e LLOYD, *Crowdfunding by non-profit and social ventures*, in LANDSTRÖM, PARHANKANGAS e MASON (eds.), *Handbook of Research on Crowdfunding*, Cheltenham – Northampton, 2019, 249 ss.

⁴¹ In tema, v. i volumi collettanei a cura di PONZANELLI, *Gli enti «non profit» in Italia*, Padova, 1994, e di VISINTINI, *Gli enti non profit tra codice civile e leggi speciali*, Napoli, 2003, nonché PONZANELLI, *Le “non profit organizations”*, Milano, 1985; Fusaro [A.], *I modelli imprenditoriali nella legislazione di terzo settore*, in *Riv. crit. dir. priv.*, 2000, 291 ss.; BANCONE, *Le organizzazioni non profit*, Napoli, 2011; PONZANELLI, *Terzo settore: la legge delega di riforma*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2017, 726 ss.; MARASÀ, *Appunti sui requisiti di qualificazione degli enti del terzo settore: attività, finalità, forme organizzative pubblicità*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 675 ss.; SICLARI,

interesse generale, a beneficio, salvaguardia e valorizzazione d'un bene comune, mosso da spirito altruistico o, almeno solidaristico, orientato all'utilità sociale, alla convenienza collettiva e non corporativa, ossia una finalità con cui è coerente la donazione, ma con cui non è incompatibile la dotazione a titolo oneroso, a esempio a vantaggio d'una impresa sociale⁴², nella forma l'*equity* o del *lending crowdfunding*. Se così è, il *social crowdfundig* è trasversale alle differenti varietà di *crowdfundig*⁴³.

L'altra figura, se si vuol dar peso all'indicazione offerta dall'ennesima metafora su cui la denominazione del *peer-to-peer crowdfunding*⁴⁴ è costruita, implica l'appartenenza dei *solventes* e dell'*accipiens* alla medesima casta⁴⁵. Il che inclina, in linea di principio, a non restringere oltre questo requisito l'area occupata dalla detta figura intesa in senso proprio: segnatamente, a non confinarla né, dal punto di vista

Profili giuridici della società benefit. Forme della sostenibilità nel diritto dell'economia. Un'introduzione, Milano, 2022.

⁴² Cfr. COMITE, *Crowdfunding as a Model and Financing Instruments in Social Enterprise*, in BILGIN, DANIS, DEMIR e CAN (eds.), *Consumer Behavior, Organizational Strategy and Financial Economics*, Cham, 2018, 203 ss.

⁴³ Ma con peculiarità che fanno ritenere che, specialmente quando sia promosso per il finanziamento di imprese sociali, gli convenga differenziarsi anche sul piano dello stile linguistico rispetto al *crowdfunding* volto al sostegno d'altre imprese: v. PARHANKANGAS e RENKO, *Linguistic style and crowdfunding success among social and commercial entrepreneurs*, 32 (2017) *J. of Business Venturing* 215 ss.

⁴⁴ Vi si riferisce, a es., MORSE, *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, in *Annual Review of Financial Economics*, 2015, 463 ss.

⁴⁵ Equivoco appare l'uso dell'espressione per alludere a fattispecie in cui non vi è uno scambio di beni o servizi "tra pari", salvo poi eventualmente delimitare la nozione aggiungendo l'ulteriore requisito dell'occasionalità. Il riferimento è al c.d. «modello assicurativo "peer to peer"» (v. ROSSI, *La nuova frontiera dell'economia condivisa: l'esempio del contratto assicurativo basato sul modello Peer to Peer*, in *Contr. e impr.*, 2018, 1251 ss.). Un modello che può al più ricondursi alla variegata dimensione della c.d. *collaborative economy* piuttosto che della *sharing economy* (in tema, v., tra i tanti, SMORTO, *Verso la disciplina giuridica della sharing economy*, in *Mercato concorrenza regole*, 2015, 245 ss.): ma, risolvendosi nella distribuzione – in tesi "social" – di contratti di assicurazione secondo uno schema costruito sulla veicolazione da parte di un intermediario assicurativo, segnatamente di un *broker*, della domanda aggregata di un "gruppo di acquisto" (i.e. di interessati alla medesima copertura) verso un assicuratore autorizzato, non attua quel tipo di scambio, bensì coltiva l'obiettivo di conseguire in ragione della maggior forza contrattuale una migliore offerta, che solitamente si traduce in una "polizza" collettiva o cumulativa che reca la convenienza di un premio più contenuto per ciascun assicurato e, talora, l'ulteriore vantaggio d'un rimborso eventuale l'*an* e il *quantum* del quale dipendono dall'andamento del *loss ratio* riferito alla gestione assicurativa di quello specifico fascio di rapporti.

soggettivo, a una determinata famiglia di contraenti; né, sul piano oggettivo, a una peculiare morfologia del *crowdfundig*. Ma, come si è accennato, le definizioni sono convenzionali e nel linguaggio dei singoli interpreti⁴⁶ la locuzione in esame tende a essere impiegata⁴⁷ per rinviare alla raccolta di fondi tra e a beneficio di soggetti che vi partecipano per scopi estranei all'attività economica, imprenditoriale o professionale, da ciascuno eventualmente svolta⁴⁸. Cosicché a tale limite tende ad aggiungersene anche uno obiettivo, che esaurisce nel prestito (peraltro non necessariamente oneroso⁴⁹) la tipologia di rapporti inclusi nella ridetta figura risolvendola nel *peer-to-peer lending*⁵⁰, sottintendendo l'impraticabilità più che l'improbabilità dell'attuazione tra quei soggetti della finalità di sostegno economico attraverso forme tecniche di investimento, specie in strumenti finanziari. Ma neanche quest'ultima espressione sembra uniformemente impiegata e l'accennata equivalenza costante in letteratura⁵¹.

⁴⁶ Per un assortimento delle locuzioni impiegate in letteratura anche per alludere alla stessa tipologia di *crowdfunding* v., a es., HAQ e alt., *Exploring Partnerships Between Australia and South Asia for Crowdfunding Social Enterprises: A Post-COVID-19 Strategy*, in MEDHEKAR, SREEPARNA e HAQ (eds.), *Strategic Cooperation and Partnerships Between Australia and South Asia: Economic Development, Trade, and Investment Opportunities Post COVID-19*, Hershey, 2022, 327 ss. e, ivi, 331.

⁴⁷ V., a es., LAUB, *Legal Regulation of Crowdfunding in Estonia*, in KLEINER (ed.), *Legal Aspects of Crowdfunding*, Cham, 2021, 255 ss. e, ivi, 268; e KALLIO, *Crowdfunding Act Accelerating the Growth of the Crowdfunding Market in Finland*, ivi, 291 ss., spec. 302.

⁴⁸ Per i delicati problemi di ricostruzione della disciplina applicabile all'operazione di *crowdfunding* ove coinvolga una tale tipologia di soggetti per la concorrenza, allora, del diritto dei consumatori con altre normative mutevoli con la specie di *crowdfunding* a cui in concreto si dia corso, v. con particolare riguardo all'esperienza statunitense HEMINWAY, *The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork*, in KLEINER (ed.), *Legal Aspects of Crowdfunding*, cit., 271 ss. e, ivi, spec. 281 s.

⁴⁹ Cfr., a es., HEMINWAY, *The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork*, cit., 274.

⁵⁰ Per un uso del tutto irriflesso dell'equivalenza, v. a es. ADHIKARY, KUTSUNA e HODA, *Crowdfunding: Lessons from Japan's Approach*, Singapore, 2018, 9 e *passim*; e KELLY, *The Legal Regulation of Crowdfunding in Ireland*, in KLEINER (ed.), *Legal Aspects of Crowdfunding*, cit., 321 ss. e, ivi, 332.

⁵¹ Il *peer-to-peer lending* è affacciato, per es., anche come una versione del *lending-based crowdfunding* impiegata da imprenditori che abbisognano di capitale di debito, segnatamente in alternativa al finanziamento bancario, da DE MIRANDA VALVERDE TERRA, *Crowdfunding in Brazilian Law*, in KLEINER (ed.), *Legal Aspects of Crowdfunding*, cit., 151 ss. e, ivi, 157.

Altro conto è non soltanto comprimere il settore delle operazioni *peer-to-peer* ragguagliandole ai soli contratti di prestito, ma stipulativamente recidere il loro nesso con la categoria del *crowdfunding*, ossia negare inerenza delle une all'altra. Questa opzione interpretativa ulteriore sembra sottesa alle formulazioni linguistiche in cui si considerano distintamente il *crowfundig* e il *peer-to-peer lending*, collegandoli con una congiuntiva che lascia intendere che il secondo sia altro dal primo a cui si aggiunge⁵²; e reca con sé la conseguenza, per un verso, d'imporre il rifiuto dell'espressione *peer-to-peer crowdfunding*, il cui uso andrebbe lasciato cadere per impiegare unicamente il sintagma *peer-to-peer lending*, e, per altro verso, di ridurre lo spazio proprio del *crowfundig* riportandovi esclusivamente contribuzioni (conferimenti o sovvenzioni) di cui si avvantaggi l'esercizio di attività economiche. Si può peraltro ritenere che un esito così radicale dal punto di vista concettuale non sia necessitato, come paiono dimostrare sia la sicura riconduzione del *peer-to-peer lending* al *crowdfunding* come sua specie, che pure si registra⁵³ e che appare più appagante; sia l'alternativa endiadi, pure affacciata, che denota l'estraneità del *peer-to-peer lending* alla sola più circoscritta sottospecie dell'*equity-based crowdfunding*⁵⁴, pur risultando anche questa costruzione sfuggente poiché non coglie che, all'interno della dicotomia tra *equity* e *lending crowdfunding*, il secondo non è esaurito dal *peer-to-peer lending*. Sicché si può pure ritenere che quell'accennato collegamento operi un affiancamento che sconta un'imprecisione per enfatizzare l'invalsa ricordata relegazione ai soli prestiti dei contratti *peer-to-peer* in seno al *crowdfunding*.

⁵² Cfr. RAJAPAKSE, HUANG e MORITA (eds.), *Law and Practice of Crowdfunding and Peer-to-Peer Lending in Australia, China and Japan*, Singapore, 2022, e URBANI, *L'attività delle banche*, cit., 28.

⁵³ Cfr., a es., BARASINSKA e SCHÄFERIS, *Crowdfunding Different? Evidence on the Relation between Gender and Funding Success from a German Peer-to-Peer Lending Platform*, in *German Econ. Rev.*, 2014, 436 ss., e MORSE, *Peer-to-Peer Crowdfunding: Information and the Potential for Disruption in Consumer Lending*, cit., 463 ss.

⁵⁴ Cfr. CHANDUPATLA e SHAH, *Peer-To-Peer Lending and Equity-Based Crowd Funding - Status Quo and the Leap Forward*, 9 (2019) *NULJ* 97 ss.

5. Il legislatore, per parte sua, può discrezionalmente istituire categorie, generi, specie e predicare denominazioni, isolando e tipizzando fattispecie per assegnare loro rilevanza giuridica e disciplina, operando distinzioni, assoggettando o meno a regolazione, uniforme o differenziata. Con riguardo alle questioni interpretative a cui si è dianzi fatto riferimento, il regolamento UE n. 2020/1503 non offre, né consente di trarre indicazioni normative, non occupandosi del *peer-to-peer crowdfunding*, né del *peer-to-peer lending* che non menziona. Un cenno a quest'ultima configurazione è contenuto nei lavori preparatori e, ancor prima, nella risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015, intitolata "Costruire un'Unione dei mercati dei capitali"⁵⁵, che impiega il sintagma *peer-to-peer* con esclusivo riferimento ai «prestiti tra "privati"» (§ 21), sorreggendo la rammentata inclinazione a risolvere il *peer-to-peer crowdfunding* nel *peer-to-peer lending*.

Nella medesima risoluzione si menzionano altresì sommariamente "il finanziamento collettivo e il prestito *peer-to-peer*" (§ 47), secondo una formula ripresa nella relazione della Commissione UE alla proposta di regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese⁵⁶, che riecheggia un affiancamento che è già parso approssimativo. E che qui è avanzato nel quadro di discorsi che non sono normativi; che non è contenuto nella fonte regolamentare; e che si confronta con l'accreditamento di una nozione generale di *crowdfunding* che appare estesa, includendovi le collette a favore di consumatori ancorché menzionate

⁵⁵ Risoluzione del Parlamento europeo del 9 luglio 2015, intitolata "Costruire un'Unione dei mercati dei capitali", n. 2015/2634(RSP).

⁵⁶ COM(2018) 113 final. Sulla menzionata proposta, v. MACCHIAVELLO, *Prospettive di regolazione del crowdfunding a livello europeo*, in AA.VV., *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, nei *Quaderni FinTech*, n. 5, 2019, 225 ss.

per sottrarle all'ambito di applicazione del regolamento citato⁵⁷.

Il discorso del legislatore comunitario, così come lascia irrisolto il rapporto in esame, non si preoccupa delle varietà contrattuali attuative del *crowdfunding*, neppure con riguardo alle manifestazioni di esso che sono normate, ossia finalizzate al sostegno economico di imprese secondo l'intitolazione del regolamento UE n. 2020/1503. Ciò implica che agli scopi della fonte unionale è tendenzialmente estranea la limitazione dell'autonomia privata, in particolare sul terreno dell'ideazione delle operazioni contrattuali che inverano la raccolta di fondi; e si spiega poiché la novità del modello operativo che giustifica la regolazione del *crowdfunding* non attiene ai contratti impiegati per accumulare denaro né la modalità, di per sé considerata, di collezionarli attingendoli da una compagine diffusa di attori disposti a fornirli. Quanto ai contratti, si tratterà di contratti di mutuo, della sottoscrizione di quote di capitale sociale o dell'acquisto di strumenti finanziari partecipativi⁵⁸ o di obbligazioni.

La novità è piuttosto conseguente all'evoluzione non già della tecnica della raccolta consistente nell'acquisire una somma di denaro frazionatamente presso una moltitudine di persone, ma degli strumenti tecnologici utilizzati per promuovere la contribuzione. Il *crowdfunding* si giova dell'innovazione che ha investito le tecnologie della comunicazione, rendendo disponibili piattaforme informatiche digitali online che agevolano l'incontro tra agenti economici in deficit e in surplus finanziario. La facilitazione sta in ciò che il dispositivo tecnologico si disvela strumento per il superamento della difficoltà pratica di avvicinare un largo gruppo di soggetti ai quali sottoporre uno scopo specifico e l'esigenza di contribuzioni per conseguirlo; e dai quali possibilmente ottenere i necessari fondi, conseguendoli da ciascuno in una

⁵⁷ V. l'art. 2, co. 2, lett. a), della proposta COM(2018) 113 final, poi trascorso nell'art. 1, co. 2, lett. a), del regolamento UE n. 2020/1503; e il considerando n. 8 della proposta e del regolamento testé ricordati.

⁵⁸ La ricerca può muovere da CIAN, *Strumenti finanziari partecipativi e poteri di voice*, Milano, 2008.

misura che può essere tanto più contenuta quanto più elevato sia il numero degli oblati di cui è funzione quello degli aderenti. E così favorendo quell'incontro, la tecnologia accresce le potenzialità del modello di raccolta in esame, le possibilità cioè ch'essa riesca a concretamente realizzarsi; estende la diffusione di quest'ultima; promuove l'aumento dei flussi finanziari che il *crowdfunding* alimenta oltre a favorire, per le specifiche caratteristiche del metodo, una maggiore inclusione finanziaria.

La novità non sta nel tipo, né nell'oggetto delle operazioni, ma nella tecnica negoziale, organizzativa e infrastrutturale, impiegata per perfezionare contratti tradizionali di raccolta e imperniata su progredite tecnologie su cui si fondano le piattaforme dell'indicata specie. E sebbene non si profili necessariamente un frammento del Web3, almeno se lo si reputi qualificato sia dalla disintermediazione sia dalla decentralizzazione che non gli è indispensabile, il *crowdfunding* può pure giovare delle *decentralized ledger technologies*⁵⁹.

La tecnologia di cui il modello si serve può richiedere e nella configurazione legislativa richiede l'intervento di un intermediario, la cui funzione di collegamento tra domanda e offerta di capitale, però, non è senz'altro quella propria dell'industria bancaria e finanziaria, potendosi egli limitare a fornire servizi che sono eminentemente di c.d. piattaforma. In tal caso, l'agentività dei prestatori si manifesta nella capacità di facilitare e, così, di dare impulso ai flussi finanziari alla cui dinamica quindi partecipano, ma attuando un'intermediazione in senso debole, meno incisiva rispetto all'orchestrazione dei detti flussi che realizzano gli imprenditori che esercitano quell'industria e che direttamente s'interpongono tra raccolta e impieghi

⁵⁹ Tra gli altri, v. GEBERT, *Application of blockchain technology in crowdfunding*, in *New European*, vol. 18, 2017, 1 ss.; SHORMAN e alt., *Blockchain for Banking Systems: Opportunities and Challenges*, in *J. of Theoretical and Applied Information Technology*, 2020, 3703 ss.; NGUYEN e alt., *The Role of Blockchain Technology-Based Social Crowdfunding in Advancing Social Value Creation*, in *Technological Forecasting and Social Change*, 2021, vol 170, 1 ss.; GUGGENBERGER, SCHELLINGER e URBACH, *Kickstarting blockchain: designing blockchain-based tokens for equity crowdfunding*, in *Electronic Commerce Research*, 2023, 1 ss.

di fondi.

Il che, per un verso, non toglie che il *crowdfunding* contribuisca a erodere gli spazi delle imprese intermediarie nella circolazione dei capitali più classiche, che formano cioè oggetto di riserve di attività più tradizionali, concorrendovi anzi assai latamente almeno sul piano tipologico, ossia della varietà delle aree intaccate, che stimola la disintermediazione non soltanto bancaria, insinuandosi tra l'altro pure nell'area dell'appello al pubblico risparmio interferendo anche con l'operatività delle imprese di investimento. E, per altro verso, può spiegare la scelta legislativa di riservare tipici servizi di *crowdfunding* a una cerchia di soggetti, che li attrae a una qualche forma di vigilanza compensando l'accennata erosione delle più tradizionali riserve di attività associata all'esercizio d'impresa deregolate che confligge con (o, almeno, non asseconda) l'istanza di stabilità⁶⁰, di trasparenza e, più in generale, di corretto ed efficiente funzionamento del mercato dei capitali in uno alla cruciale esigenza di preservare la connessa fiducia in seno a essi tra gli agenti che in essi operano.

Si spiega, cioè, una normativa che è disciplina non tanto del *crowdfunding*, ma di servizi che a talune sue epifanie sono strumentali; il cui eminente oggetto non riguarda la tecnica di raccolta in discorso quando sia coltivata direttamente dall'*accipiens*, senza ricorrere a un intermediario secondo un modello di radicale disintermediazione, ma confrontandosi con le riserve di attività, innanzitutto bancaria⁶¹, nonché con il perimetro di applicazione delle disposizioni speciali sull'appello al pubblico risparmio; e che concerne i servizi connessi con il *crowdfunding* o, se si preferisce, il *crowdfunding* intermediato neppure, parrebbe,

⁶⁰ Per una ricerca sui fattori d'indebolimento con particolare riguardo agli intermediari bancari v., a es., il volume a cura di ACHARYA, RICHARDSON, SCHOENHOLTZ e TUCKMAN, *SVB and Beyond: The Banking Stress of 2023*, Paris, 2023.

⁶¹ Per il rilievo che il *peer-to-peer lending* è un'alternativa al finanziamento bancario che tende a sfuggire all'applicazione della disciplina di settore a cui soggiacciono le banche, v. a es. BAGIŃSKA, *Crowdfunding in Poland*, in KLEINER (ed.), *Legal Aspects of Crowdfunding*, cit., 377 ss. e, ivi, 383.

esaustivamente in relazione all'articolazione che le specie di attività *lato sensu* gestorie può astrattamente assumere nel contesto del fenomeno di cui si tratta. Nel confronto tra la categoria logica (qualificata dallo scopo e dalla tecnica di raccolta di capitale diffusa e per importi minuti) e quella giuridica, la disciplina speciale non restringe la nozione del *crowdfunding*, né lo regola con disposizioni il cui ambito applicativo esaurisce il campo delle sue manifestazioni; e, lungi dall'introdurre una nozione giuridica di carattere generale di *crowdfunding*, in particolare alternativa e più connotata rispetto alla categoria logica, estende gli spazi della regolazione attraendo alcuni segmenti del *crowdfunding* all'area della vigilanza estensivamente intesa, che in questo senso presidia, partecipando al processo di creazione di nuovi statuti speciali o, senz'altro, di nuovi soggetti⁶², quale tecnica di conformazione del mercato e delle attività negoziali di cui esso si nutre.

Paolo Gaggero

Ordinario di Diritto dell'economia

nell'Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

⁶² Sull'invasione da parte del diritto dei «mondi vitali», v. RODOTÀ [S.], *Nuovi soggetti, nuovi diritti, nuovi conflitti*, in *Soggetti, diritti, conflitti: percorsi di ridefinizione*, a cura di F.G. Guzzetti e M. Rosti, Milano, 2007, 7 ss.

**CROWDFUNDING E DISINTERMEDIAZIONE CREDITIZIA:
DALLO SHADOW BANKING SYSTEM ALLA NUOVA RISERVA DI
ATTIVITÀ ***

*(Crowdfunding and credit disintermediation:
from the shadow banking system to the new licensing regimes)*

ABSTRACT: Regulation (EU) 2020/1503 and Directive (EU) 2020/1504 introduced a single regime for European crowdfunding service providers in the internal market, based on authorisation for the exercise of this new business.

The essay addresses the regulatory changes by considering how this business can compete with certain products offered by banks, and noting that there are no prudential supervisory mechanisms in place.

In particular, there are certain regulatory elements that could provide a competitive advantage for crowdfunders over credit institutions, as well as certain operational features that may lead alternative investment funds to use these platforms in venture capital and private equity transactions.

SOMMARIO: 1. Premessa - 2. Il crowdfunding tra *shadow banking* system e concorrenza. - 3. Soggetti e rapporti negoziali in un contesto di mercato. - 4. Servizi di crowdfunding e disintermediazione creditizia. - 5. Considerazioni conclusive.

1. Il Regolamento (UE) 2020/1503 e la Direttiva (UE) 2020/1504 hanno introdotto un regime unico per i prestatori europei di servizi di crowdfunding nel mercato interno, dando corso ad un disegno programmatico che si propone di estendere le tutele dell'intervento pubblico in favore dei soggetti che operano attraverso una piattaforma atta a consentire l'incontro della domanda e dell'offerta

*Contributo approvato dai revisori.

di capitali, nella forma della realizzazione o della facilitazione dell'abbinamento tra potenziali investitori (o erogatori di prestiti) ed imprese che necessitano di finanziamenti (cd. offerenti).¹

Si versa in presenza di un intervento che si estende sino a modificare il Regolamento prospetto (UE) 2017/1129, la normativa MiFID (e, in particolare, la direttiva 2014/65/UE) e la direttiva Whistleblowing (UE) 2019/1937; ciò in quanto i servizi dianzi indicati sono concepiti in funzione delle caratteristiche specifiche dell'offerta di crowdfunding e delle esigenze di informazione e di tutela degli investitori.² Sicché, l'ordinamento europeo viene modificato per prevedere esenzioni (ad esempio dall'obbligo di pubblicazione del prospetto a norma del Regolamento (UE) 2017/1129),³ per disciplinare la prestazione congiunta dei servizi in parola e di altri servizi finanziari (ad esempio la ricezione e la trasmissione degli ordini di clienti, disciplinato dalla direttiva 2014/65/EU)⁴ e per consentire le segnalazioni di eventuali irregolarità (nel contesto delineato dalla direttiva (UE) 2019/1937).⁵

¹ Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, Considerando n. 1. Con riferimento ai soggetti che possono qualificarsi come offerenti, v. art. 2, comma 1, lett. b, Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line Adottato con delibera Consob n. 18592 del 26 giugno 2013

Sul punto, si veda l'impostazione suggerita da CAPRIGLIONE, *Le crypto attività tra innovazione tecnologica ed esigenze regolamentari*, in *Rivista trimestrale di diritto dell'economia*, 2022, p. 225 ss. ove si evidenzia l'affermazione della tecnologia informatica nei settori dell'intermediazione bancaria e finanziaria: dal credito (*crowd-funding e peer-to peer lending*) ai servizi di pagamento (*instant payment*), ai servizi di consulenza (*robo-advisor*)

Rilevanti, in proposito, le conclusioni tempestivamente raggiunte da TROISI, *"Crowdfunding" e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, p. 519 ss.

² Cfr. VISCO, *Intervento di chiusura del Governatore della Banca d'Italia*, Webinar su *"La transizione digitale nel credito"* 22 aprile 2021, secondo cui la transizione digitale nel credito è irreversibile e coinvolge tutte le fasi della gestione dei finanziamenti, dalla concessione al rimborso, inclusi gli interventi sui prestiti problematici. L'A. rileva altresì che l'innovazione tecnologica consente di ridurre i costi di ingresso sul mercato in segmenti specifici dell'offerta di credito (dai mutui al factoring, ai prestiti personali) e di sviluppare forme di finanziamento "disintermediate", quali quelle del crowdfunding.

³ Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503, Considerando nn. 16 e 17

⁴ Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503, Considerando no. 10

⁵ Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503, Considerando n. 68

Risulta, pertanto, evidente l'opzione dei policy maker europei di ricondurre nell'alveo della vigilanza regolamentare un insieme di attività (di investimento a titolo di debito o di capitale) che hanno avuto sinora corso al di fuori delle sedi di negoziazione (disciplinate dalla MiFID) ovvero in assenza dell'intervento di un ente creditizio (e, quindi, al di fuori dei presidi propri della vigilanza prudenziale).⁶ Inoltre, si sottopongono a controllo le attività riferibili rispettivamente (i) alla intermediazione nella concessione di prestiti e (ii) al collocamento senza impegno irrevocabile, nonché alla ricezione e trasmissione degli ordini di clienti (relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding), come definiti dall'art. 2, lett. a, Reg. (UE) 2020/1503.⁷

In particolare, si noti che le opzioni disciplinare adottate dal Regolamento (UE) 2020/1503 e dalla Direttiva (UE) 2020/1504 mirano a stabilire requisiti uniformi per la prestazione di servizi di crowdfunding,⁸ nel contesto di un intervento fondato sull'assunto secondo cui la concorrenza effettiva tra gli operatori del settore porterà

⁶ Sul punto, si muove nel solco tracciato da LENER, *Vigilanza prudenziale e intelligenza artificiale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S1, p. 57 ss., in quanto l'A. segnala che le banche fanno uso crescente di tecnologie per automatizzare i processi interni. Ciò non sfugge alla supervisione: la direttiva sui requisiti di capitale (CRD, art. 74) e la sua trasposizione nel testo unico bancario (t.u.b.) e nelle disposizioni di vigilanza richiedono alla supervisione di verificare che la banca si doti di un'adeguata organizzazione interna. Al riguardo, infatti, l'A. conclude con una provocazione, affermando che il supervisore dovrà dotarsi delle competenze e delle risorse (anche umane) necessarie per garantire i diritti individuali in un contesto che fa uso di intelligenza artificiale. Cfr. altresì LENER, *Tecnologie e attività finanziaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, fasc. 3, pt. 1, pp. 26 ss. Rilevano, altresì, CAPPIELLO, *Le "metamorfosi" del sistema europeo di supervisione finanziaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S1, p. 57 ss.

⁷ Da segnalare, il contributo di PANETTA, *Indagine conoscitiva sulle tematiche relative all'impatto della tecnologia finanziaria sul settore finanziario, creditizio e assicurativo*, Audizione del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia, Camera dei Deputati VI Commissione (Finanze), Roma, 29 novembre 2017, ove si evidenzia una rapida espansione di comparti innovativi quali il prestito collettivo (*lending-based crowdfunding*), all'uopo chiarendo che gli intermediari minori che hanno avviato progetti tecnologici si sono concentrati su applicazioni analoghe a quelle delle banche più grandi, riguardando soprattutto strumenti di pagamento, tecnologie "trasversali" e il crowdfunding.

⁸ Ci si riferisce, in particolare, all'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti e quelli degli investitori; cfr. LAMANDINI - RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Rivista di diritto societario*, 2019, p. 594 ss.

benefici rilevanti ai clienti dei relativi servizi (quali prezzi bassi, prodotti di alta qualità, un'ampia gamma di beni e servizi, e innovazione).⁹

Da qui, l'aspettativa che la regolazione europea, insieme all'azione di recepimento degli Stati membri, realizzi le condizioni per l'affermazione di un contesto di parità competitiva;¹⁰ tale cioè da consentire alle piattaforme di specializzarsi rispetto alla circolazione di prodotti aventi diverse combinazioni di rischio e rendimento, nonché di competere in termini di quantità, qualità e costi transattivi con gli operatori tradizionali.¹¹ Ed ancora, sembra possibile ipotizzare anche che piattaforme siffatte saranno poste a servizio dell'operatività di fondi d'investimento, incubatori, *business angel* e altri soggetti che si propongono di supportare le imprese durante una loro fase di crescita.¹²

⁹ Cfr. per tutti Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni non orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, 2008/C 265/07, 18.10.2008, paragrafo 10.

¹⁰ Cfr. ARGENTATI, *Le banche nel nuovo scenario competitivo. "Fin-Tech", il paradigma "Open banking" e la minaccia delle "big tech companies"*, in *Mercato concorrenza regole*, 2018, fasc. 3, p. 441 ss. ove l'A. analizza i profondi mutamenti che sta subendo lo scenario competitivo in cui operano le banche per effetto dell'innovazione digitale e si chiede se tali sviluppi unitamente a talune scelte del legislatore europeo non possano tramutarsi da fattori generali di opportunità e sviluppo a fattori critici per la tenuta stessa del sistema; ciò, con particolare riguardo ai profili di possibile rilevanza "antitrust". Si veda altresì LUCHENA, *Il "nuovo" intervento pubblico nell'economia: come sistema di deroghe e come coprogrammazione a impulso europeo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 57 ss.

¹¹ Cfr. BLANDINI, *Servizi finanziari per via telematica e le prospettive del diritto societario "online"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2016, p. 46 ss.

Si veda, altresì, FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, "crowdfunding" e mercati privati*, in *Analisi giuridica dell'economia*, 2013, p. 203 ss. per considerazioni riferibili al regime applicabili ai mercati in esame

¹² Cfr. AGSTNER - GIUDICI - CAPIZZI, *"Business Angels", "Venture Capital" e la nuova s.r.l.*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2020, p. 353 ss. ove si offre un'interpretazione del fenomeno del finanziamento via "crowdfunding", nel riferimento anche del finanziamento delle S.r.l. via "business angels" e "venture capital".

¹² Cfr. VIETRI, *Supervisione e crisi: quali prospettive per la gestione collettiva*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S2, p. 353 ss. in ordine a talune recenti dinamiche operative dei fondi di venture capital e private equity.

Ed invero, avendo riguardo al posizionamento delle piattaforme, va considerato che le medesime offrono servizi sia ai portatori di capitali (c.d. investitori), da un lato, sia ai promissari di rendimenti (c.d. offerenti), dall'altro.¹³

Rileva, altresì, che l'attività delle medesime (al pari delle altre sedi di negoziazioni) si realizza a favore di investitori e offerenti, anche attraverso la prestazione di servizi complementari (o meglio strumentali) alla cessione o alla acquisizione di risorse finanziarie (a titolo di debito o di capitale). Sicché, i servizi di crowdfunding sono offerti sui 'mercati strettamente collegati' (a fronte della domanda espressa dagli investitori e dai offerenti)^{14,15} ciò, implica che le piattaforme di crowdfunding possono influenzare numerosi aspetti concorrenziali riferibili all'offerta e alla domanda di capitali, attraverso i servizi che risultano maggiormente rilevanti per il contesto specifico del crowdfunding (quale ad esempio la pubblicazione di valutazioni dei prezzi offerti nella piattaforma, di analisi andamentali ovvero di altre informazioni aventi ad oggetto gli scambi o gli offerenti).¹⁶

Ed invero, le regole di condotta riferibili all'attività delle piattaforme devono esser interpretate nel riferimento alla possibilità che i servizi di crowdfunding e la struttura delle negoziazioni siano neutrali rispetto alla formazione degli orientamenti

¹³ Cfr. PIRANI, *Lending marketplace e investing marketplace: due semirette convergenti?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, p. 321 ss. ove si evidenzia che le attività complementari a quella creditizia che possono essere poste in essere dalle piattaforme online hanno determinato una diversità strutturale di quest'ultime a seconda del modello di business adottato e al profilo di specializzazione

¹⁴ Cfr. GUACCERO, *La "start-up" innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed "equity crowdfunding"*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2014, pt. 1, p. 699 ss.

¹⁵ Cfr. MASERA, *La vigilanza in una visione olistica: prospettive e ipotesi per la "moneta senza Stato" e la regolazione finanziaria UE*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S2, p. 266 ss.

¹⁶ Sia consentito richiamare l'impostazione suggerita dal *Quaderno FinTech della Consob, Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, a cura di SCIARRONE ALIBRANDI e altri; cfr. altresì LUCANTONI, *Negoziazioni ad alta frequenza tra oclocazione dell' algoritmo e "gamefication" del contratto d'investimento*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, n.3 suppl.; LUPOI, *La negoziazione algoritmica ad alta frequenza e la struttura dei mercati: due casi negli Stati Uniti*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2019, pt. 2, p. 1 ss.

dei clienti nella fissazione dei prezzi, alla numerosità delle iniziative ammesse, alla scelta delle combinazioni rischio-rendimento da offrire.¹⁷ Ciò, tuttavia in un contesto disciplinare che dovrebbe sostenere l'innovazione dei processi e dei progetti pubblicati,¹⁸ al fine di ricavarne un vantaggio economico e reputazionale per i soggetti coinvolti nelle operazioni della specie (come prestatori di servizi ovvero quali investitori o offerenti).¹⁹

Con riferimento all'obiettivo di un'effettiva concorrenza orizzontale tra piattaforme, va considerato che il relativo conseguimento dovrebbe consentire l'assunzione di politiche d'affari e comportamenti indipendenti, con la conseguente possibilità di ampliare le soluzioni operative a disposizione dei relativi clienti (i.e. investitori e offerenti).²⁰ Sicché, può dirsi che l'intervento pubblico appare atto a sottoporre a controlli specifici un'attività che arricchisce le possibilità di circolazione della ricchezza in modalità alternative a quelle proprie dei mercati finanziari²¹ (ove regole di trasparenza e condotta dovrebbero porre i fondamenti per un investimento consapevole²²), nonché a quelle adottate dagli enti creditizi (ove i rapporti giuridici convergono verso un patrimonio soggetto alla vigilanza prudenziale).

¹⁷ Cfr., al riguardo, EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, Appendix Report on lending-based crowdfunding: risks, drivers and potential regulatory approaches*, in www.eba.europa.eu.

¹⁸ Cfr. MOSCO, *Start-up e p.m.i. innovative: equity crowdfunding e deroghe al diritto societario*, in AA.VV., *La folla e l'impresa. Un dialogo sulle dinamiche di co-creazione di valore e strumenti di finanziamento dell'impresa*, Bari, 2016, p. 27 ss.

¹⁹ È appena il caso di far presente che la multiforme struttura e la rilevanza giuridica dei programmi e progetti privati che possono aver corso attraverso le piattaforme in esame potrebbe evolvere secondo le linee regolamentari tracciate per gli interventi riferibili a PNRR/PNIEC/Programma complementare; cfr. AMOROSINO, "Neoprogrammazioni" pubbliche o private e mercati in trasformazione, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 46 ss.

²⁰ Cfr. Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese, Gazzetta ufficiale n. C 031 del 05/02/2004, p. 5 ss.

²¹ Appare utile richiamare il principio di effettività cui fa riferimento RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, fasc. 1S, p. 14 ss. Cfr. altresì DE POLI, *La governance dei mercati finanziari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 125 ss.

²² Cfr. PANCALLO, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *Rivista Trimestrale di*

2. Alla luce di quanto precede si comprende che il crowdfunding appare destinato a rispondere ad esigenze di finanziamento e di investimento di soggetti variegati, riconducibili ad unitarietà nell'intento di attivare una tecnica finanziaria alternativa a quella offerta dagli enti sottoposti a vigilanza prudenziale.²³ Per vero, il regolatore europeo assume che un'operatività siffatta resterà circoscritta ad investimenti di entità modesta²⁴ (e che, in quanto tali, non giustificano l'assunzione degli oneri relativi all'emissione di strumenti finanziari, in forma tradizionale o digitale, destinati a circolare nelle sedi di matrice tradizionale o sottoposte al DLT Pilot Regime²⁵).²⁶

A monte di ogni valutazione in ordine al portato della nuova regolazione v'è la considerazione che il fornitore di servizi di crowdfunding (cd. *crowdfunder*) non assume in proprio alcun rischio, ma offre servizi necessari (o complementari)

Diritto dell'Economia, 2020, fasc. 1S, p. 62 ss.

²³ Cfr. PELLEGRINI, *Innovazione tecnologica e diritto dell'economia*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, fasc. 4S, p. 40 ss.

²⁴ Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503, Considerando n. 1

²⁵ Cfr. LEMMA, *DLT pilot: verso il mercato degli strumenti finanziari digitali. Note a margine del d.l. 17 marzo 2023, n. 25, e del Regolamento (UE) 2022/858*, in *Dirittobancario.it*, 2 maggio 2023

²⁶ A latere del percorso argomentativo affrontato in questo saggio si colloca il tema dell'applicazione degli strumenti basati sull'intelligenza artificiale da parte delle imprese del comparto in esame. Trattasi di un tema che, per quanto oggetto di analisi variegata, appare riferibile all'automazione dei processi in modalità che consentono all'algoritmo di modificarsi o di generare nuovi algoritmi per rispondere agli input esterni. Aderendo ad una interpretazione siffatta, appare possibile ritenere che a monte di ogni risposta agli input esterni vi sia un'intelligenza naturale che abbia programmato il percorso comportamentale che troverà concretezza nel mercato siffatto.

Ciò posto, è bene richiamare talune considerazioni in materia, al fine di evidenziare che le piattaforme potranno rispondere secondo schemi comportamentali predeterminati dal programmatore (del software) e non dal gestore (della piattaforma); cfr. LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in AA.VV., *L'attività delle banche*, Vicenza, 2020, p. 81 ss.

Sul punto, cfr. CAPRIGLIONE, *Diritto ed economia. La sfida dell'Intelligenza Artificiale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, S3, p. 4 ss. ove l'A. afferma che le dinamiche dell'intelligenza artificiale pongono problematiche variegata, a partire dalla individuazione della loro portata esplicativa e, dunque, delle fattispecie nelle quali può trovare applicazione un'attività riconducibile all'utilizzo di sistemi automatizzati che si avvalgono di algoritmi. Si veda, altresì, PAPADIMITRIU - PERCOCO, *Le piattaforme digitali tra opportunità e incertezze normative: il caso Uber*, in *Rivista giuridica del Mezzogiorno*, 2019, p. 451 ss. per un'illustrazione delle prime interpretazioni giurisprudenziali in materia di piattaforme.

all'accesso ed all'utilizzo di una piattaforma digitale aperta al pubblico, per cui il rischio di adempimento dei finanziamenti (a titolo di capitale o di debito) è posto interamente in capo agli investitori (siano questi ultimi assuntori di partecipazioni o erogatori di prestiti).²⁷ Pertanto, va evidenziato sin d'ora che i rischi che residuano in capo al *crowdfunder* sono limitati al pagamento dei corrispettivi richiesti per la prestazione dei propri servizi (e non si estendono al rischio di credito riferibile all'investimento).

Si versa, dunque, in presenza di un'attività che, complessivamente considerata, è alternativa al circuito creditizio ed estranea agli interventi della banca centrale.²⁸ È tale natura che consente di realizzare operazioni che presentano combinazioni di costo-rischio-rendimento non compatibili con i limiti prudenziali.²⁹ Pertanto, è possibile che le imprese espandano la propria capacità di finanziamento (oltre i volumi conseguibili nel comparto creditizio³⁰) e gli investitori conseguano ritorni più elevati di quelli offerti dalle operazioni di raccolta bancaria (in caso di successo dell'operazione stessa).³¹

Peraltro, non v'è dubbio che i servizi e le piattaforme in parola debbano evitare ogni forma di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico (a meno che non intervenga un soggetto autorizzato come ente creditizio).³² Ciò,

²⁸ Cfr. BORSELLI, *La finanza alternativa per le PMI in Italia: una ricerca del Politecnico di Milano*, in *Rivista delle società*, 2019, p. 617 ss.

²⁹ Cfr. GRECO, *Credit scoring 5.0, tra Artificial Intelligence Act e Testo Unico Bancario*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2021, S3, p. 74 ss.; si veda altresì SOLDATI, *La sorte dei contratti di finanziamento al consumo nelle procedure di sovraindebitamento e la valutazione di meritevolezza nell'accesso al credito*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021, pt. 1, p. 99 ss.

³⁰ Cfr. FREGONARA, *"Start up" innovative e imprese minori, crisi, finanziamento e "rilancio"*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2020, pt. 1, p. 726 ss.

³¹ Cfr. BERTARINI, *Il quadro giuridico europeo di riferimento per il mercato unico digitale: un mercato competitivo ed innovativo?*, in *Percorsi costituzionali*, 2018, p. 24 ss.

³² Cfr. CAGNASSO, *Portale on line e raccolta dei capitali di rischio*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2019, p. 137 ss. ove si riscontra un "dialogo" tra la società offerente e gli investitori; l'A. precisa, infatti, che attraverso di esso vengono veicolate informazioni sull'offerente e sull'offerta, nonché sullo steso investitore e sul gestore.

ancorché intendano ammettere supporti innovativi basati sulla crittografia e su registri distribuiti.

Rinviando al seguito della trattazione la disamina delle possibili interferenze tra l'operatività delle piattaforme e l'esercizio dell'attività bancaria, appare utile valutare la possibilità che il crowdfunding acquisisca rilevanti quote di mercato nell'ambito dello '*shadow banking system*', rappresentando una delle possibili fasi iniziali dei processi di intermediazione che si realizzeranno attraverso una sequela di operazioni di rifinanziamento poste in essere dagli investitori (che hanno avuto accesso alla piattaforma).

Utile, a tal fine, considerare i risultati del monitoraggio operato dal Financial Stability Board per valutare le tendenze e i rischi globali del sistema bancario ombra, il quale ha evidenziato (dal 2017) la rapida ascesa delle applicazioni fintech realizzate da imprese non vigilate per facilitare la creazione di credito, tra qui quelle che hanno adottato soluzioni e modelli di *business fintech* basati sull'accesso a piattaforme web, utilizzate per ospitare un mercato in cui soggetti in deficit e surplus possono far incontrare la loro domanda e offerta.³³

È, altresì, opportuno aver presente che in ogni fase del processo di intermediazione creditizia non bancaria (cd. *shadow credit intermediation process*) l'insieme di diverse situazioni di debito (originatesi nel crowdfunding), possono esser assommati nel patrimonio di uno o più SPV, per cui si determina una commissione di *asset* che, in ultima analisi, è sottostante alle emissioni di strumenti finanziari che saranno offerti al pubblico. A questo proposito, va notato che tale processo si basa sulla presenza di una o più società veicolo (SPV), nella forma giuridica di società, progettate per l'acquisizione di attività (ad esempio, i crediti derivanti dagli

³³ Cfr. LEMMA, *The Shadow banking system*, London, 2016, capitol 5; nonché FSB, *FinTech credit Market structure: business models and financial stability implications*, 2017 e FSB, "Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation 2019", 19 January 2017 Si veda, altresì, PARACAMPO, "FinTech" tra algoritmi, trasparenza e "algo-governance", in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2019, pt. 1, p. 21 ss.

investimenti realizzati attraverso le piattaforme di crowdfunding) e per l'emissione di strumenti finanziari che saranno ricombinati attraverso altre operazioni di *risk mitigation, maturity transformation* o *credit enhancement* (ad esempio, ABCP, ABS e CDO).³⁴

Concludendo sul punto, si evidenzia che il crowdfunding si realizza in un contesto reticolare, il quale consente agevolmente di travalicare i confini dello stato di insediamento, donde l'attitudine del crowdfunding ad assumere una dimensione transfrontaliera. Pertanto, appare apprezzabile la scelta di disciplinare il fenomeno in sede europea, atta ad evitare asimmetrie incompatibili con il mercato interno. Ciò, è anche in linea con la generale tendenza unionale ad orientare gli scambi verso obiettivi di sviluppo sostenibile,³⁵ sicché appare possibile ritenere che la normativa secondaria promuova una governance che coniughi la libertà di iniziativa economica e la responsabilità sociale dei crowdfunder,³⁶ avendo di guida la tutela dei diritti individuali e la massimizzazione del benessere sociale.³⁷ Inoltre, appare utile

³⁴ Cfr. LEMMA, *Fintech Regulation*, Cham, 2020, capitolo 1

³⁵ Utile richiamare le considerazioni di IRTI, *L'ultima transizione*, in *Riv. dir. Civ.*, 2022, p. 4 ss.

³⁶ Cfr. CAPRIGLIONE, *Responsabilità sociale d'impresa e sviluppo sostenibile*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 46 ss. Utile richiamare RIGANTI, *Sostenibilità non finanziaria, "sana e prudente gestione" e governo societario delle banche. "Arlecchino" nel C.d.a.?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 325 ss. ove si segnala l'opinione secondo cui la sostenibilità non finanziaria sta cambiando, per un verso, l'essenza delle regole del mercato e, per l'altro, la concezione stessa dell'agire imprenditoriale; ciò, in riscontro alla necessità di realizzare un "mondo nuovo" e, cioè, privo di quelle esternalità negative di una finanziarizzazione lontana dal rispetto di obiettivi ambientali, sociali e di governance (c.d. ESG).

Si veda, altresì MINTO, *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità organizzativa e vincoli sull'agire in modo informato* (Nota a Cass. sez. II 5 febbraio 2013, n. 2737), in *Giurisprudenza commerciale*, 2015, fasc. 1, pt. 2, pp. 2

Si veda, altresì, BODELLINI - CONSIGLIO - ZETZSCH, *The EU Sustainable Finance Framework in Light of International Standards*, in *Journal Of International Economic Law*, 2022, p. 659 ss.; nonché MATTARELLA, *Burocrazia «normativa»: il valore della legge e il ruolo dell'amministrazione*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2020, p. 75 ss. sul corto circuito delle responsabilità nella ripartizione dell'onere della complessità.

³⁷ Cfr. CORBÒ, *L'equity crowdfunding e la proposta di Regolamento per l'istituzione di un passaporto europeo*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2020, fasc. 1S, p. 85 ss. ove si indica che, ad avviso della Commissione europea, il motivo per cui il crowdfunding nell'UE è poco sviluppato deve essere attribuito alla mancanza di regole comuni, in quanto ciò rende difficile per le piattaforme di crowdfunding espandere i propri servizi oltre confine. Cfr. BERTI DE MARINIS, *La*

segnalare che le operazioni in parola assumono anche un valore informativo rispetto all'ambiente di riferimento,³⁸ in quanto la presentazione *online* dei progetti può rappresentare un'opportunità per procedere alla validazione per un'idea imprenditoriale, con evidenti effetti di *disclosure* (dell'impresa) e di *marketing* (del progetto). È evidente, infatti, che la fattispecie in esame ha riguardo alla prestazione di servizi che mirano a raccogliere capitali da un gran numero di persone, ciascuna delle quali può accedere ad informazioni significative (sull'impresa e sul progetto) ancor prima di investire (anche con importi di investimento relativamente modesti);³⁹ trattasi, quindi, di un'esternalità propria di una piattaforma che, per sua stessa natura, è facilmente accessibile al pubblico (prima che si instaurino rapporti contrattuali tra i soggetti che hanno fruito dei servizi ad essa relativi⁴⁰).

3. Sul piano soggettivo, il crowdfunding si caratterizza per la presenza di una duplicità di rapporti tra i soggetti coinvolti nelle relative operazioni; soggetti generalmente riconducibili a tre categorie: l'offerente dei fondi (che propone il progetto da finanziare), gli investitori (che finanziano il progetto) e il *crowdfunder* (che *supporta* l'operazione di cessione dei capitali tra offerenti ed investitori, tramite la prestazione di servizi accessori ad una piattaforma online dal medesimo gestita e messa a disposizione dei primi due soggetti).⁴¹

tutela del cliente "vulnerabile", in *Banca borsa e titoli di credito*, 2018, fasc. 5, pt. 1, p. 65 ss.

³⁸ Cfr. SACCO GINEVRI, *I flussi informativi con gli azionisti di categoria fra "market abuse regulation" e dinamiche dei mercati finanziari*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2020, pt. 1, p. 274 ss.

³⁹ Cfr. MELE BARBARA, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'"equity crowdfunding"*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2020, fasc. 5, pt. 1, p. 978 ss.; si veda anche SICLARI, *Tutela del risparmio, educazione finanziaria e principio costituzionale di sussidiarietà orizzontale*, in AA.VV. *Le regole del mercato finanziario*, Padova, Cedam, 2010 p.79 ss.; LINCIANO, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investimento dei risparmiatori retail*, in *Quaderni di finanza Consob*, n.66, 2010, p. 5 s

⁴⁰ Utile richiamare le considerazioni di TUCCI, *La forma dimidiata nei contratti bancari e di investimento. Nota a Cass. sez. un. civ. 18 gennaio 2018, n. 898*, in *Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni*, 2018, pt. 2, p. 337 ss.

⁴¹ Cfr. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime*

Trattasi di una duplicità di rapporti che si estrinseca su piani distinti: il primo, infatti, si riscontra al livello della ‘fornitura di servizi’ (tra il *crowdfunder* e i suoi clienti, i.e. offerenti ed investitori) e il secondo è riferibile alla ‘cessione dei capitali’ (e, dunque, al rapporto di credito o di partecipazione che si instaura tra un offerente e i relativi investitori).⁴² Non v’è dubbio, infatti, che servizi e capitali circolino nell’ambito di rapporti distinti, ancorché la fruizione dei primi è necessaria per la cessione dei secondi. Da qui, la possibilità che i fruitori dei servizi possano ipotizzare una qualche connessione tra l’affidabilità della piattaforma e la qualità dell’operazione di investimento che per la medesima si realizza;⁴³ donde il rischio che il gestore possa esser considerato - inopinatamente - responsabile di una selezione qualitativa dei soggetti che accedono alla propria piattaforma;⁴⁴ e ciò, con l’ovvia

considerazioni, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 2021, p. 267 ss.

⁴² In particolare, nel modello di crowdfunding basato sul prestito, i finanziamenti dovrebbero prevedere l’obbligo incondizionato di rimborsare un importo concordato di denaro all’investitore (che agisce come creditore del prenditore), fermo restando che nessun soggetto può attivarsi per raccogliere in proprio depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico (neanche da destinare ad una successiva attività di concessione di finanziamenti).

Si veda, sul punto, PIERSANTI, *La disintermediazione bancaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, 2021, fasc. 1S, p. 8 ss. Sia consentito segnalare che un investimento da parte del crowdfunder nelle opportunità offerte attraverso la sua piattaforma, oltre a sollevare questioni in materia di conflitti di interesse, riproporrebbe in termini nuovi la questione affrontata dalla Cass. sez. II civ. 16 ottobre 2017, n. 24310; cfr. LOMBARDO, *L’“insider” di se stesso alla luce della decisione della Corte di Cassazione (civile)*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2018, pt. 2, p. 666 ss.

⁴³ Cfr. sul punto, ROSSANO, *Il contributo delle scienze cognitive nella valutazione della propensione al rischio*, in *Analisi giuridica dell’economia*, 2012, fasc. 1, p. 85 ss.

⁴⁴ Cfr. CUZZOLA, *La disciplina italiana dell’“equity crowdfunding”: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell’informazione tra problema e sistema*, in *Il diritto dell’economia*, 2020, fasc. 3, pt. 2, pp. 489-532, nonché CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell’“equity crowdfunding”*, in *La Nuova Giurisprudenza Civile Commentata*, 2020, pt. 2, p. 935 ss.

Rileva, sul punto, anche DENTAMARO, *Le offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell’investimento non professionale*, in *Rivista di diritto dell’impresa*, 2017, p. 539 ss. con riferimento alla l. n. 232/2016, la quale aveva esteso la possibilità di finanziarsi a mezzo portali on line, in quanto l’A. si sofferma sugli strumenti, a disposizione dell’investitore/cliente non professionale, a diretta tutela del proprio investimento: il diritto di recesso e il diritto di co-vendita. Cfr. SARTORI, *“Impresa, mercati e tutela civile”: note introduttive*, in *Rivista di diritto bancario*, 2020, fasc. 1S, p. 1 ss. sull’evoluzione del modello di intervento pubblico nei sistemi economici e alla trasformazione del ruolo dello Stato in uno scenario caratterizzato da marcati processi di globalizzazione e sulla tensione immanente tra categorie ordinanti consolidate nelle codificazioni civilistiche e dinamiche strutturali della produzione e circolazione dei beni e servizi propri

conseguenza di ipotizzare che gli investitori possano ipotizzare di chiedere al gestore quel ritorno che non abbiano ottenuto (o le perdite che abbiano subito) in esito all'operazione realizzata per il tramite dei relativi servizi. Analogamente è a dirsi l'ipotesi in cui siano gli offerenti a dover far fronte ad un eventuale insuccesso dell'operazione di *fund raising* per un eventuale ammanco di capitali (dovuta, ad esempio, alla scarsa presenza di investitori).

Ciò posto, occorre notare che le tipologie di rapporti in parola presentano due oggetti distinti: un primo riferibile l'accesso alla piattaforma, alle informazioni ivi pubblicate e ad altri servizi che possono concorrere all'incontro della domanda e dell'offerta formulate da offerenti e investitori; un secondo riguardante la cessione del capitale dall'investitore al offerente, nella forma indicata nel progetto (che potrà spaziare dalla partecipazione al capitale sociale dell'impresa ad un contratto di finanziamento).

A ben considerare, in presenza di una distinzione siffatta, i contratti di servizio e i contratti di investimento non conducono ad un'assunzione dei rischi di investimento da parte del crowdfunder, il quale assume invece la responsabilità del corretto funzionamento della piattaforma e, quindi, gli oneri di correttezza e trasparenza a ciò riferibili.⁴⁵ Tuttavia, occorrerà prestare cautela alle obbligazioni rivenienti dal contratto e dalla prestazione dell'attività riservata in parola, al fine di evitare che il crowdfunder possa esser ritenuto responsabile delle perdite subite dagli investitori in conseguenza di operazioni concluse per il tramite della sua piattaforma.⁴⁶

dell'economia di mercato

⁴⁵ Cfr. STEFANELLI, *'Regtech' e 'Equity Crowdfunding'. Sperimentazioni nella regolazione giuridica del mercato finanziario digitale*, in *Percorsi costituzionali*, 2019, p. 177 ss. Da qui, una significativa differenza con l'attività degli enti creditizi; sul punto, cfr. SABBATELLI, *Per un rinnovo della specificità operativa bancaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S1, p. 74 ss.

⁴⁶ Cfr. CIOCCA - ACCETTELLA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2017, n. 2, I, p. 237 ss.

Va da sé che l'opzione per un'operatività che sia riconducibile a pieno titolo alla disintermediazione creditizia dovrebbe *ex se* escludere che i rischi dell'investimento siano assunti, ancorché in parte, dal soggetto abilitato, anche in considerazione dell'assenza di oneri di vigilanza prudenziale a presidio del rischio di controparte (nel citato Regolamento (UE) 2020/1503).⁴⁷ Pertanto, in un'operatività siffatta, si riscontrano rapporti diretti tra offerenti e investitori che, peraltro, possono distinguersi tra quelli riferibili all'attività di concessione di finanziamenti e quelli rivenienti da un'attività di investimento nel capitale. Sicché, il ruolo del crowdfunder dovrebbe restare circoscritto alla prestazione di servizi che, seppur variegati, restino strumentali rispetto alla costruzione dei rapporti suddetti.

Per vero, i servizi di crowdfunding si attivano al momento dell'accesso alla piattaforma e sono prestati in fasi successive, dal momento conoscitivo (in cui il futuro offerente procede alla elaborazione del progetto e dell'offerta di crowdfunding, mentre i futuri investitori procedono alla valutazione del rischio e del prezzo offerto per remunerare il finanziamento), ai tempi della negoziazione (in cui le parti delineano un accordo di prestito tra uno o più investitori e uno o più offerenti) e, poi, alle scadenze dei pagamenti e delle restituzioni).

Alla luce di quanto precede appare evidente che le caratteristiche del crowdfunding pongono in concorrenza piattaforme e banche in quanto il complesso delle operazioni basate sul prestito che si realizza per il tramite delle prime è sostituibile all'attività di concessione di finanziamenti operata dalle seconde;⁴⁸ ciò, sia

⁴⁷ Cfr. PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2021, p. 427 ss.; si ceda altresì MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'“equity crowdfunding” in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del “crowdfunding” a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, fasc. 1, pt. 1, p. 133 ss.; VALIANTE, *Il “crowdfunding” e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Rivista di diritto societario*, 2018, p. 95 ss.

⁴⁸ Cfr. POLICARO, *Il “debt crowdfunding”. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI [Piccole e medie imprese] in Italia*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2020, p. 161 ss. ove si evidenziava che la versione del Regolamento Consob 18592/2013 approvata a fine 2019 disciplinava

dal lato della domanda di capitali (in quanto le imprese possono richiedere finanziamenti per operazioni non compatibili con gli standard richiesti dalla vigilanza prudenziale), sia dal lato della offerta di capitali (in quanto gli investitori possono assumere rischi ed ottenere rendimenti non offerti dalla raccolta bancaria⁴⁹).

4. In presenza di una sostituibilità tra il crowdfunding e l'esercizio del credito, va considerato che i fornitori di servizi di crowdfunding sono sottoposti a controlli pubblici, in modo tale da orientare la loro operatività verso paradigmi improntati alla resilienza della piattaforma, nonché alla correttezza dei comportamenti e alla trasparenza delle informazioni.⁵⁰ Ed invero, gli obblighi posti a capo dei *crowdfunder* appaiono riconducibili ad unitarietà nel riferimento all'obiettivo di selezionare i progetti offerti sulle piattaforme in modo professionale, imparziale e trasparente; ciò, al fine di assicurare un livello elevato di tutela degli investitori e un trattamento equo di tutti i clienti.⁵¹

Va da sé che anche la riserva di attività prevista dal Regolamento (UE) 2020/1503 sia funzionale al conseguimento di tale obiettivo, sicché - per quanto in assenza di una vigilanza prudenziale - la prestazione dei servizi di crowdfunding sia

il fenomeno del debt crowdfunding come canale alternativo al sistema bancario che avrebbe dovuto aumentare ulteriormente le opzioni per sostenere finanziariamente l'imprenditoria italiana. Si versa in presenza di un aspetto che potrebbe assumere corsi differenti in considerazione di un'evoluzione del business delle banche, con particolare riferimento allo sviluppo tecnologico di attività diverse da quella bancaria; cfr. CARATOZZOLO, *L'evoluzione digitale dell'impresa bancaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 342 ss.

⁴⁹ Sul punto, si rinvia alle considerazioni di MALVAGNA - SCIARRONE ALIBRANDI, "Self-placement" di titoli bancari tra vincoli patrimoniali e tutela dell'investitore, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2019, pt. 1, p. 153 ss.

⁵⁰ Vengono in considerazione le conclusioni di PELLEGRINI, *Transparency and circulation of cryptocurrencies*, in *Open Review of Management Banking and Finance*, 2021, p. 1 ss. in ordine alla centralità della trasparenza rispetto al funzionamento dei meccanismi in considerazione

⁵¹ Si veda, sul punto, TOMMASINI, *Il "crowdfunding". Autonomia privata e tutela dei soggetti coinvolti nella raccolta fondi*, in *Annali Società italiana degli studiosi del diritto civile*, 2020, p. 51 ss. con riferimento alle modalità in cui l'Italia aveva risposto al need for protection in modo puntuale, avendo riguardo a diritti e obblighi dell'emittente, del gestore del portale di "crowdfunding" e dell'investitore non professionale.

subordinata ad una gestione efficace e prudente della piattaforma, in modo tale da promuovere l'integrità degli scambi e gli interessi dei relativi fruitori (i.e. investitori e offerenti).⁵²

È in tale prospettiva che si comprende a pieno la natura dell'autorizzazione, la quale è riferibile alla prestazione di servizi (di crowdfunding) che devono essere analiticamente elencati nella relativa domanda (per cui, nell'ipotesi di un ampliamento dell'operatività, un fornitore dovrà formulare un'apposita richiesta per i servizi aggiuntivi non previsti al momento dell'originaria autorizzazione, ai sensi dell'art. 13 del Reg. (UE) 2020/1503).

Significativo, in tale conteso, il contenuto informativo della domanda di autorizzazione, esteso sino a ricomprendere anche programma di attività. Quest'ultimo, in particolare, deve indicare le tipologie di servizi di crowdfunding che il candidato intende offrire nel concreto e la piattaforma di crowdfunding che intende gestire, indicando espressamente il luogo e le modalità di commercializzazione delle offerte di crowdfunding.⁵³

Se ne deduce che il programma portato all'attenzione dell'autorità rappresenta un limite invalicabile per l'esercizio dell'attività d'impresa, sottoposto al vaglio di discrezionalità tecnica dell'autorità di settore. Non a caso è espressamente indicato che il fornitore deve rispettare "in ogni momento" le condizioni di autorizzazione (art. 12, comma 11, Reg. (UE) 2020/1503).

⁵² Sul punto, si richiamano le conclusioni di MOTRONI - POSOCCO, *La dématérialisation et la désintermédiation dans la révolution des "Fintech": premières considérations (Dematerializzazione e disintermediazione nella rivoluzione di "Fintech": prime considerazioni*, in *Rivista di diritto dell'economia dei trasporti e dell'ambiente*, 2017, p. 19 ss.⁵² Cfr. DI PORTO, *Regolazione, principio di proporzionalità e scienze cognitive*, in *federalismi.it*, 2018, fasc. 4, p. 27 ss. ove si richiama il principio di proporzionalità e gli effetti che obbligano il regolatore ad adottare la regolazione più efficace tra quelle disponibili ed astrattamente idonee, ferma la ricerca di limitazioni minimali rispetto all'autonomia individuale.

⁵³ Cfr. in proposito MIGLIONICO, *Innovazione tecnologica e digitalizzazione dei rapporti finanziari*, in *Contratto e impresa*, 2019, fasc. 4, pp. 137

Analogamente è a dirsi per la descrizione dei dispositivi di governance e dei meccanismi utilizzati per i controlli interni, sicché l'organizzazione aziendale rappresentata nella domanda deve guidare la strutturazione dell'impresa e, dopo l'avvio della stessa, deve rimanere inalterata per garantire che la dinamica degli affari sia adeguatamente supportata dalle persone coinvolte nell'impresa.⁵⁴ In tale contesto, denota specifica significatività l'obbligo di procedere alla descrizione dei sistemi, delle risorse e delle procedure per il controllo e la protezione dei sistemi di trattamento dei dati, nonché dei rischi operativi del candidato e dei presidi prudenziali all'uopo apposti.⁵⁵ Analogo rilievo è ascrivibile all'obbligo che concerne la descrizione delle procedure adottate per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento.⁵⁶

Si tratta, in definitiva, di elementi afferenti alla prestazione dei servizi e, quindi, si comprende l'esigenza di verificare, già al momento dell'autorizzazione, il

⁵⁴ Cfr. CALDERAZZI, *La funzione dell'organizzazione nell'impresa bancaria*, in *P.A. Persona e Amministrazione*, 2019, fasc. 1, pp. 261 secondo cui è ormai comune la consapevolezza che l'adozione di un sistema organizzativo proporzionato, efficiente e razionale rappresenti il presidio migliore vuoi della correttezza dei comportamenti dell'impresa nei confronti dei clienti e investitori vuoi del perseguimento degli obiettivi della vigilanza pubblicistica sull'impresa, giacché la crescente valorizzazione dell'adeguatezza degli assetti organizzativi nella disciplina degli intermediari finanziari e nella prospettiva della vigilanza pubblicistica sugli stessi mira al perseguimento di obiettivi che si identificano con quelli assegnati alla vigilanza.

⁵⁵ Sulla rilevanza di tali profili, cfr. DAVOLA - PARDOLESI, *Protezione dei dati personali, tutela della concorrenza e del consumatore (alle prese con i "dark pattern"): parallele convergenti? Nota a sentenza Consiglio di Stato sezione VI 29 marzo 2021, n. 2631*, in *Il Foro italiano*, 2021, fasc. 6, pt. 3, c. 33 ss. Si veda, altresì, PASSALACQUA, *"Numquam nega, raro adfirma": il rinnovato "intervento" dello Stato nell'economia*, in *Mercato concorrenza regole*, 2021, fasc. 1, pp. 5, con riferimento alla considerazione secondo cui il diritto europeo e quello nazionale stanno vivendo un timido cambiamento qualitativo, derivante dalla necessità di fornire gli strumenti per cercare di alimentare i flussi innovativi che l'economia capitalistica e la concorrenza dinamica sono in grado di produrre. Da qui, un richiamo alle considerazioni di SCHNEIDER, *"Verificabilità" del trattamento automatizzato dei dati personali e tutela del segreto commerciale nel quadro europeo*, in *Mercato concorrenza regole*, 2019, p. 353 ss. in ordine al complesso contemperamento tra il diritto di accesso ai dati personali di cui al Regolamento Ue 2016/679 (Rgdp) e la tutela dei segreti commerciali predisposta dalla Direttiva Ue 2016/943.

⁵⁶ Cfr. FALCE, *Databases rights in the open (banking) system. An out-of-the-box competition law perspective*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2021, fasc. 1X, p. 405 ss.

piano di continuità operativa del candidato, al fine di assicurare la buona amministrazione degli accordi assunti con i futuri clienti.

Sotto altro profilo, appare utile ribadire che gli elementi operativi sottoposti al vaglio dell'autorità non sono riferibili ai paradigmi della vigilanza prudenziale, quali ad esempio la capacità di valutazione del merito creditizio degli offerenti o la validità dei progetti,⁵⁷ in quanto il *crowdfunder* non assume rischi in relazione all'operazione di prestito o di investimento nel capitale.

Al fine di consentire l'esercizio dell'attività in parola, l'autorità è altresì chiamata a controllare anche i requisiti di onorabilità, nonché sufficienti conoscenze, competenze ed esperienze delle persone fisiche responsabili della gestione. Peraltro, in considerazione delle concrete modalità in cui vengono strutturate le piattaforme in parola, il controllo si estende sino agli accordi di esternalizzazione del candidato, la cui descrizione dovrebbe estendersi anche ad indicare l'affidabilità del fornitore e delle eventuali strategie di mitigazione del rischio che un inadempimento di un *outsourcer* possa pregiudicare la prestazione dei servizi. In tale prospettiva, viene richiesto al candidato anche un'informativa sull'intenzione di fornire servizi di pagamento (esso stesso o tramite terzi),⁵⁸ per i quali è ovviamente richiesto l'espletamento di un apposito procedimento abilitativo (ferme le semplificazioni indicate dall'art. 12, comma 15, Reg. (UE) 2020/1503).

⁵⁷ Cfr, sul punto, l'impostazione proposta da SEMERARO, *Informazioni adeguate e valutazione del merito creditizio: opzioni interpretative nel credito ai consumatori*, in *Rivista di diritto civile*, 2021, fp. 687 ss.

⁵⁸ Utile rinviare all'approfondimento di ANTONUCCI, *Mercati dei pagamenti: le dimensioni del digitale*, in *Rivista di diritto bancario*, 2018, pt. 1, p. 557 ss. sull'evoluzione digitale, che ha portato allo sviluppo di un mercato europeo dei pagamenti elettronici estremamente frammentato, nel quale la politica regolamentare considera con attenzione l'evoluzione della filiera produttiva che porta al compimento dell'operazione di pagamento.

Cfr. altresì MOLITERNI, *“Autonomia privata e sistema dei pagamenti (a proposito di un libro recente)”*, in *Jus civile*, 2020, p. 1409 ss.; MEZZACAPO, *Competition policy issues in EU retail payment business: the new PSD 2 regulatory principle of open online access to information from “payment accounts” and associated “payment transactions”*, in *European Competition Law Review*, 2018

A ben considerare, il regolatore europeo ha disegnato un sistema atto ad accogliere operatori che prendano a riferimento il mercato interno, anche se decidono di operare attraverso persone giuridiche distinte (in quanto gli Stati membri non impongono ai fornitori che operano su base transfrontaliera di attivare una presenza fisica nel territorio di uno Stato membro diverso dallo Stato membro in cui essi sono autorizzati, ai sensi dell'art. 12, comma 12, Reg. (UE) 2020/1503). Ed invero, in presenza di un significativo collegamento tra un candidato e un fornitore di servizi presente in un altro Stato Membro, l'autorità competente che ha ricevuto la domanda deve consultare la corrispondente autorità competente dell'altro Stato membro (art. 12, comma 7, Reg. (UE) 2020/1503). Ciò, in un contesto di raccordo informativo che fa capo all'ESMA, destinataria delle informative in ordine alle autorizzazioni rilasciate in ambito nazionale (art. 12, comma 9, Reg. (UE) 2020/1503).

Ciò posto, va altresì considerato che, nel fissare il termine del procedimento in parola entro tre mesi dalla data di ricevimento di una domanda completa, il regolatore ha orientato i controlli indicando espressamente la valutazione dei requisiti con riferimento alla natura, portata e complessità dei servizi di crowdfunding che il candidato intende fornire. Trattasi di un orientamento che si riferisce anche a "ragioni obiettive e dimostrabili per ritenere che l'organo di gestione del candidato ... potrebbe compromettere la sua gestione efficace, sana e prudente e la sua continuità operativa, nonché un'adeguata considerazione degli interessi dei clienti e dell'integrità del mercato" (art. 12, comma 8, Reg. (UE) 2020/1503).

Volendo anticipare una conclusione, può dirsi che il regolatore europeo ha chiaramente ricordato l'autorizzazione in parola alle caratteristiche di un'attività che non impegna il patrimonio del soggetto che presta i servizi e, quindi, ha posto le basi per l'attivazione di un comparto concorrente a quello bancario, rispetto al quale potrà assumere carattere alternativo o accessoria, in ragione delle politiche di finanza aziendale adottate dall'offerente.

5. Sul piano ordinatorio, si osserva che - in linea con gli orientamenti prevalenti nella regolamentazione del mercato dei capitali - il regolatore europeo è intervenuto sulla materia in esame in base al principio di sussidiarietà sancito dall'articolo 5 del trattato sull'Unione europea per disciplinare un quadro ordinatorio necessario per consentire l'offerta dei servizi di crowdfunding nel mercato interno. Va da sé che l'intero quadro appaia preordinato a garantire il corretto funzionamento del mercato stesso, in adesione al principio *'same activity, same risks, same rules and same supervision'*. Non si riscontra, per converso, un'impostazione riferibile al principio *'error tolerant'*, in quanto non sono previste possibilità di sperimentazione derogatorie dei principi generali, neanche attraverso il meccanismo della *'sand box'*.⁵⁹

Nel completare l'indagine in ordine alla forma di disintermediazione creditizia in parola, occorre soffermarsi sul contenuto dei servizi, da valutare con riferimento all'agevolazione consentita rispetto alla concessione di prestiti, donde il prioritario interesse per le attività di raccolta e presentazione di offerte di crowdfunding ai clienti, nonché di determinazione del prezzo o la valutazione del rischio di credito dei progetti di crowdfunding o dei titolari di progetti.⁶⁰

Appare, quindi, evidente che le agevolazioni recate da un *crowdfunder* siano distinte dalla (e non riconducibili alla) attività di un ente creditizio (che concede crediti per proprio conto e raccoglie depositi o altri fondi rimborsabili dal pubblico).⁶¹ Tuttavia, tale distinzione non appare tale da escludere che - come anticipato - un

59 Del resto, va considerato che nei mercati è di guisa un faro costituito dalla libertà di autodeterminarsi nelle proprie scelte economiche ed interpretate; solo laddove la libertà diventa abuso, sopraffazione o violazione della libertà altrui interviene il legislatore che condiziona, orienta, riequilibra le scelte dei singoli; cfr. SEPE, *Riflessioni sparse tra democrazia e diritto alla fetta di un amico*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2019, fasc. 4S, p. 54

60 Cfr. PISACANE, *Innovazione, condivisione, corresponsabilità. Il "crowdfunding" e i disagi della post-modernità*, in *RIFD. Rivista internazionale di filosofia del diritto*, 2020, fasc. 1, p. 165 ss.

61 Cfr. PANISI - SCIARRONE ALIBRANDI, *La piattaforma digitale come nozione chiave del FinTech*, in *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., 48.

investitore possa pervenire al convincimento che la vigilanza sul *crowdfunder* attribuisca un gradiente di affidabilità all'investimento che egli intende realizzare, sì come un offerente possa ritenere di poter fruire in futuro delle operazioni di dilazione, sospensione o finanziamento che talora qualificano il rapporto banca-cliente.⁶²

Da qui, una prima considerazione in ordine alla specificità del crowdfunding, che - per un verso - amplia le opportunità finanziarie di imprese o investitori e - per altro - non comporta una perfetta replica delle condizioni negoziali caratteristiche della prassi bancaria.⁶³

Con riferimento alle dinamiche di investimento, va considerato che i servizi di crowdfunding sono proposti ad un gruppo indefinito di potenziali investitori, i quali sono altresì destinatari di offerte di investimento, che si realizzeranno per effetto dell'ordine impartito dall'investitore interessato alla cessione del proprio capitale in cambio di quanto promesso dall'offerente. Pertanto, il comparto è caratterizzato dalla prestazione congiunta dei servizi di crowdfunding rispetto e di taluni altri servizi (di pagamento ovvero del tipo previsto dalla direttiva 2014/65/UE). Conseguentemente, quindi, un'attenzione specifica per un'attenzione alle determinanti della decisione di investimento,⁶⁴ le quali al presente si definiscono in un contesto virtuale, talora

⁶² Cfr., in argomento, ALPA - GAGGERO, *Appunti sui contratti bancari tipici*, in *Contratto e impresa*, 2019, p. 45 ss. per un approfondimento delle caratteristiche della categoria quivi considerata.

⁶³ Cfr. VELLA, *Crescere su mercati e piattaforme: le Piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, in *Mercato concorrenza regole*, 2019, p. 251 ss.

⁶⁴ Sul punto, si veda l'allarme lanciato da CANEPA, *Social media e fin-influencers come nuove fonti di vulnerabilità digitale nell'assunzione delle decisioni di investimento*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S1, p. 307 ss. con riferimento ad un crescente intreccio tra interazioni sociali e relazioni economiche con perdita di percezione da parte del singolo della natura stessa di servizi differenti, come il pagamento, o della difformità tra un acquisto e un investimento in quanto anche questi ultimi sono percepiti sempre di più come parte della *consumer experience* e dell'interazione sociale. In questo quadro, l'A. segnala anche un rilievo crescente del contesto nel quale i soggetti operano e delle comunicazioni in esso diffuse ovvero di una sorta di "framing effect" (come definito dalla finanza comportamentale), in base al quale la decisione di investimento è fortemente condizionata, quivi richiamando le considerazioni di MORERA - MARCHISIO, *Finanza, mercati e regole... ma soprattutto persone*, in *AGE*, 2012, p. 5.; cfr. altresì LIACE, *L'investitore*

guidato da automatismi ed assistenti virtuali che danno contenuto, talvolta, ad una relazione tra l'uomo-investitore e la macchina-piattaforma o, talaltra, tra la macchina del primo e la seconda.⁶⁵ Al presente, infatti, i clienti hanno accesso a strumenti di comparazione (che possono contare sul supporto della *business analytics*), per cui il rapporto sembra spostarsi da un paradigma *business-to-consumer* (B2C) ad uno *software-to-software* (S2S). Nel sottolineare questo punto di vista, è importante osservare un'importante minaccia per quanto riguarda la fornitura di software sia sul lato cliente che sul lato *crowdfunder*. Ci riferisce, in particolare, al pericolo che la conoscenza delle informazioni immesse da parte di un cliente possa influenzare la fornitura di servizi in favore degli altri clienti. In effetti, questo potrebbe portare al rischio che la software-house cerchi di aumentare i propri profitti senza curarsi di promuovere comportamenti allineati e, quindi, di compromettere la stabilità del mercato. Da qui, un motivo per sostenere un intervento normativo volto alla supervisione delle imprese che forniscono gli strumenti di *business analytics*, al fine di prevenire, monitorare e perseguire qualsiasi abuso delle loro capacità fintech.

Si delinea un contesto in cui il *need for protection* si estende oltre i tradizionali ambiti di tutela del contraente debole, dell'investitore e del debitore.⁶⁶ Si versa, infatti, in presenza di rischi operativi e di mercato di nuovo tipo, che prescindono dallo standing e dai comportamenti dell'offerente o dalle dinamiche del mercato di riferimento.⁶⁷ Tuttavia, il quadro normativo di riferimento non indica con precisione i

irrazionale, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2020, pt. 1, p. 96 ss.

⁶⁵ Cfr. CIRAIOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 342 ss.

⁶⁶ Sia consentito segnalare anche la questione relativa al funzionamento di piattaforme siffatte in presenza di una moneta sovrana digitale; cfr. MATTASSOGLIO, *In attesa dell'euro digitale. Alcune riflessioni di carattere giuridico*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 360 ss.

⁶⁷ Sotto altro profilo vengono in considerazione anche i rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo; cfr. sul punto CIERVO, *Il rischio di "money laundering" e "money dirtying" connesso alle piattaforme e alle operazioni di "crowdfunding": valutazione e gestione alla luce delle recenti evoluzioni normative*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2018, fasc. 1S, p. 3 ss., secondo cui il crowdfunding presenta infatti alcune caratteristiche peculiari (ad esempio di "anonimato" o

presidi da porre al fine di tutelare il predetto bisogno,⁶⁸ col rischio che eventuali azioni atte a chiedere il risarcimento dei danni provocati da uno dei nuovi rischi dianzi indicati siano volte verso il *crowdfunder*,⁶⁹ il quale non dovrebbe esser messo nella posizione di dover rispondere delle perdite subite per effetto di situazioni estranee alla propria sfera d'intervento (vuoi perché riferibili al funzionamento dei software, vuoi perché attribuibili all'andamento del business degli offerenti o alle scelte degli investitori).

Quel che si coglie con chiarezza, invece, è la possibilità che il crowdfunding si collochi a supporto di altre operazioni di mercato, siano esse di investimento in debito o capitale. Donde, l'interesse per i rapporti che possono intercorrere tra *crowdfunder*, gestori di FIA e intermediari finanziari o enti creditizi.

Non v'è dubbio, infatti, che tali interessi possano condizionare gli orientamenti strategici della piattaforma, con ovvi effetti sull'essenza dell'attività in parola. Soffermandoci, quindi, sull'algoritmo di presentazione delle offerte non appare possibile escludere *tout court* una sua funzione consulenziale, che si realizza per effetto della procedura di proposizione delle alternative all'investitore. Pertanto, anche ammettendo che gli strumenti di filtraggio (presenti su una piattaforma di crowdfunding) non dovrebbero essere considerati alla stregua di una forma di consulenza in materia di investimenti, va considerata la necessità di una forma di

“pseudonimato”) che lo espongono a diversi rischi di strumentalizzazione e manipolazione criminale

⁶⁸ Si noti, in generale, la frammentazione delle fonti riferibili al fintech; utile richiamare l'impostazione di BRESCIA MORRA, *Il diritto della finanza: il tramonto dei testi unici*, in *Bancaria*, 2019, fasc. 6, pp. 93

⁶⁹ Utile considerare l'impostazione proposta da SEPE, *Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S1, p. 74 ss. con riferimento ai rischi generati dalle variabili economiche globali che si sono manifestate nell'ultimo triennio quali la pandemia, i cambiamenti climatici, le tensioni geopolitiche e da ultimo la guerra in Ucraina. Secondo l'A. tali rischi non sembrano poter essere meglio affrontati da grandi istituzioni, piuttosto che da medio piccole: anche la biologia insegna che in presenza di eventi globali si sono estinti i dinosauri e sopravvissuti gli insetti. Inoltre, proprio per la loro dimensione globale e transnazionale, alle tipologie di rischi sopra menzionate sono maggiormente esposte le grandi istituzioni, oltre ad essere le stesse “per definizione” maggiormente “pericolose” sotto il profilo sistemico.

tutela avverso azioni atte a condizionare le scelte degli investitori. Del resto, è chiaramente richiesto che i *crowdfunder* mettano in atto una politica concepita per assicurare che i progetti sulle loro piattaforme siano selezionati in modo professionale, imparziale e trasparente.

In conclusione, appare utile mettere in evidenza che il riscontro di rischi di nuovo tipo porta alla ribalta l'evidente interconnessione esistente tra le funzioni della vigilanza, le relative competenze e le rispettive finalità.⁷⁰ Si deve, infatti, tener pienamente conto del fatto che le piattaforme possono esporre il sistema finanziario e il mercato interno a rischi comuni e trasversali.⁷¹

A ben considerare, in un modello di crowdfunding in cui il soggetto vigilato si limita ad agevolare un contatto tra gli investitori e gli emittenti, non vi è la possibilità di controllare gli aspetti prudenziali dell'operatività attraverso la supervisione del patrimonio del *crowdfunder*.⁷² Sicché, nel comparto in esame, le une e le altre

⁷⁰ Di certo, si comprende a prima vista che il regolatore europeo non aveva in mente il modello della vigilanza per funzioni. Di ciò ne sono prova i commi 5 e 6 dell'art. 1, d. lgs. 30/2023, i quali tentano un raccordo tra finalità e compiti attraverso un elenco analitico. Va da sé che tale elenco sia atto a declinare le attività dell'una e dell'altra autorità, avendo riguardo alle rispettive competenze: trasparenza e correttezza, da un lato; adeguatezza patrimoniale, governo societario, organizzazione, requisiti di partecipanti al capitale e esponenti aziendali, nonché verifiche nei confronti dei titolari di progetti. Tuttavia, il medesimo si attesta su un significativo livello di dettaglio, ripartendo compiti che potrebbero risultare maggiormente efficienti se svolti in maniera integrata; valga – quale esempio – il riferimento alle analisi riferibili, da un lato, alla correttezza delle procedure e, dall'altro, alla affidabilità del regime di governo societario e dell'organizzazione prescelta.

Non si tratta, quindi, solo di agire “in modo coordinato al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui fornitori di servizi di crowdfunding”, come prescritto dall'art. 1, comma 7, d. lgs. 30/2023. Si ritiene, infatti, che l'osservazione del soggetto vigilato e la valutazione delle sue capacità di operare nel mercato con regolarità richiedano un approccio olistico all'impresa che richiede l'autorizzazione

⁷¹ Cfr. BANI - SIGNORINI, *Come governare la transizione del e nel mercato*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 342 ss., ove gli AA. si soffermano vorrebbero su alcune delle implicazioni che la transizione (nelle sue differenti rappresentazioni – dal digitale, all'ambientale (...)) è destinata ad avere sul e nel mercato, interrogandosi su quali comportamenti il mercato dovrebbe e potrebbe mettere in atto per rispondere alle esigenze di gestione dei fenomeni che lo stanno interessando dall'interno.

⁷² Si noti che, nell'ordinamento europeo, il paradigma della vigilanza prudenziale ha travalicato i confini del comparto bancario; cfr. BROZZETTI, *La riforma apprestata con l'“Investment firms regulation” e “directive” (Ifri/Ifd): prime osservazioni ruotanti intorno al nuovo assetto bipolare della regolazione europea e alla nuova definizione di ente creditizio. Commento a regolamento n. 2033 del 2019; direttiva n. 2034 del 2019*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, pt. 1, p. 391

funzioni della vigilanza dovrebbero tentare di prevenire (o perlomeno di attenuare) il rischio di contagio e le conseguenti esternalità negative, avendo riguardo alla tutela della fiducia riposta nel sistema finanziario.⁷³ Sicché, appare possibile auspicare un'estensione degli interessi della vigilanza macroprudenziale anche alle dinamiche delle transazioni che si realizzano sulle piattaforme in parola e alle caratteristiche dei *software* che ne supportano in funzionamento, al fine di vigilare sul pericolo di *shock* comuni o correlati, nonché delle altre turbolenze che possono determinare un generale *riprezzamento* dei rischi ovvero altre forme di trascinamento delle anomalie da un comparto ad un altro.

Valerio Lemma

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi Guglielmo Marconi*

ss.

⁷³ Cfr. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2015, p. 31 ss.

**L'IMPIANTO DELLA DISCIPLINA EUROPEA ED IL RUOLO DI
INTERMEDIARIO DEL FORNITORE DI SERVIZI DI
CROWDFUNDING ALLE IMPRESE: UN NUOVO GATEKEEPER? ***

(The architecture of the European crowdfunding legal framework and the intermediary role of the crowdfunding service provider for business: a new gatekeeper?)

ABSTRACT: *The present work aims at shedding light on the recently introduced European “crowdfunding services provider”, in particular as gatekeeper. The analysis of the main aspects of the European Crowdfunding Services Providers Regulation No. 1503/2020 (ECSPR) will allow identifying a complex, hybrid and varied form of financial intermediary, subject in part to rules inspired to other regimes and, in part, to innovative regulatory solutions. The crowdfunding provider appears a new form of gatekeeper, tasked with a lighter role compared to other regulated ones (“light gatekeeper”). Nonetheless, some aspects of this new intermediary remain uncertain because of residual grey areas and national discretions left in the ECSPR.*

SOMMARIO: 1. Il Regolamento europeo n. 1503/2020: introduzione ed obiettivo del presente contributo. - 2. I primi indizi sulla natura del fornitore europeo di servizi di crowdfunding: consideranda e ambito di applicazione (servizi e prodotti) - 3. Gli “indizi” derivanti dall’esame del regime. - 4. In particolare, gli obblighi da gatekeeper: i controlli sul titolare di progetti e sul documento informativo da questi preparato. - 4.1. Gli obblighi espliciti di “due diligence” e verifica/informazione dell’investitore. - 4.2. Responsabilità civile da omesse o false informazioni: la parola agli Stati Membri. Il caso dell’Italia. - 5. A completamento del quadro: residui di frammentazione regolatoria ed effetti sulla figura del fornitore europeo di servizi di crowdfunding. Conclusioni.

1. Il regolamento europeo in esame ha introdotto un nuovo regime speciale

* Contributo approvato dai revisori.

armonizzato per lo svolgimento di certi servizi di *crowdfunding*, creando la corrispondente nuova figura, a livello europeo, di fornitore di servizi di *crowdfunding* alle imprese¹. Tale fornitore si aggiunge dunque alla lunga schiera di intermediari finanziari più o meno “tradizionali” (banche, imprese d’investimento, società di gestione del risparmio, società di gestione del mercato, istituti e agenti di pagamento, ecc.) e recentemente introdotti per stare al passo con l’innovazione tecnologica (*third party providers* – PSD2; *crypto-asset issuers* e *crypto-asset service providers* – *Regulation on Markets in Crypto-Asset*, di seguito MiCAR²; sedi di negoziazione e infrastrutture di mercato basate DLT- *DLT Pilot regime*³). L’Italia è stata tra i primi paesi ad adottare un regime speciale per l’*equity* (poi, *investment-based crowdfunding* e, in particolare, per il gestore di piattaforme di *crowdfunding*: tuttavia,

¹ Sul Regolamento 1503/2020, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary* (Edward Elgar 2022); ID., *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: The ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma*, in *European Business Law Review* 2021, 32(3), 557-608; ORTOLANI E LOUISSE (a cura di), *The EU Crowdfunding Regulation* (OUP 2021). Si segnala anche Mezzacapo, *Il nuovo regime giuridico del ‘financial return’ crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale e passporting UE*, in *Dir. banca e merc. fin.* 2022, 4, 639.

² Proposal for a Regulation [...] on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, COM/2020/593 final (approvata il 20 aprile 2023 dal Parlamento europeo in una diversa versione frutto delle negoziazioni, che non si è potuto consultare nella redazione di tale contributo). Cfr. ANNUNZIATA, *The Licensing Rules in MiCA*, in MOURA VICENTE, PEREIRA DUARTE, GRANADEIRO (a cura di), *Fintech Regulation and the Licensing Principle* (EBI/CIDP, Frankfurt, 2023); Carrière et al. *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*; LENER E FURNARI, *Contributo alla qualificazione giuridica dell’offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, in *Bocconi Legal Papers* 2021, 16, 63; ZETZSCHE et al., *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, EBI Working Paper Series, 2020, 77, 1; MASI, *Le criptoattività: proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *BIS* 2021, 2, 241; ZATTI, *Verso la regolamentazione europea delle criptoattività*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2022, 2, 287.

³ Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, and amending Regulations (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014 and Directive 2014/65/EU [2022] OJ L 151/1. Per i primi commenti alla versione adottata: CARRIÈRE et al., *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Quaderni giuridici Consob 2023, <https://www.consob.it/documents/1912911/1916538/qg25.pdf/0cc70f0f-49ac-7ee4-f8cc-c07f7affbf35>; AMENDOLA, ANNUNZIATA E CHISARI, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, <https://ssrn.com/abstract=4344803>; McCarthy, *Distributed Ledger Technology and Financial Market Infrastructures: An EU Pilot Regulatory Regime*, in *Capital Markets Law Journal* 2022, 17, 3, 288; IANNIRUBERTO E SABATINI, *Prove generali per un mercato dei capitali europeo digitale: il Dlt Pilot Regime*, in *Bancaria*, 2022, 10.

il nuovo regime europeo ha da poco sostituito interamente tale previgente disciplina italiana e presenta diversi elementi distintivi rispetto al precedente nazionale⁴. Inoltre, la nuova disciplina europea andrà anche a sostituire - ma solo con riferimento al *business crowdfunding* - le indicazioni fornite da Banca d'Italia sulla prestazione del servizio di *lending crowdfunding* nel quadro generale di riserve di attività esistenti in Italia (in particolare, raccolta non bancaria del risparmio e servizi di pagamento) e relativi regimi (in assenza di un regime speciale *ad hoc*)⁵.

⁴ Per l'analisi del recepimento in Italia del Regolamento 1503/2020 e dei cambiamenti previsti dal vecchio al nuovo regime, cfr.: FREGONARA, *L'attuazione del regolamento europeo in materia di crowdfunding*, in *dirittobancario.it* (6 aprile 2023). Precedentemente al decreto di recepimento: Macchiavello, *The Crowdfunding Market in Europe and Challenges and Opportunities Ahead: the European Crowdfunding Services Providers Regulation, Coronavirus Pandemic, Brexit and Sustainability*, in *Bocconi Legal Papers* 16/2021, 29-49; ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, *Position Paper - Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, (7 maggio 2021), <https://italiafintech.org/position-paper-sul-regolamento-ue-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese/>; PIATTELLI E CARUSO, *The impact of the ECSPR on the crowdfunding legal framework in Italy*, in MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary* (Edward Elgar, 2022), pp. 694-710. Sulla previgente disciplina italiana, *ex multis*: GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2014, 6, 699; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Rivista delle Società*, 2014, 2-3, 371; CARATOZZOLO, *La disciplina italiana dell'Equity Crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *RTDE* 2013, 3, pp. 256; FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2016, 6, 33; CIOCCA E ACCETTELLA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, n 2/2017, I, pp. 237; DE LUCA, FURNARI e GENTILE, voce "*Equity Crowdfunding*", in *Digesto - Discipline Privatistiche*, Sezione Commerciale, UTET, 2017; Minneci, U., *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 509; Lucantoni, *La raccolta di capitali tramite portali: l'equity-crowdfunding*, in CORAPI, LENER, *I diversi settori del fintech* (Cedam, 2019), 129; BOLLETTINARI e FREGONARA, *Il crowdfunding*, in Cagnasso, Mambriani (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative* (Zanichelli, 2020), 861; DE STASIO, *Il Crowdfunding*, in CERA, PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario. Commentario*, vol. 1, Zanichelli, Bologna, 2020, 2325; mi permetto di rinviare anche a MACCHIAVELLO, '*La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*', in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 16, 2018, 1-31; 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*, in *Banca impresa società*, n. 2/2016, pp. 283-354.

⁵ Sulla regolazione del *lending crowdfunding* in Italia ed in Europa, *ex multis*: SCIARRONE ALIBRANDI et al., *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno FinTech No. 5, Consob, 2019, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/ft5>; MACCHIAVELLO E SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending*, cit.; MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*', in *Banca, borsa e tit. cred.* 2018, 1, I, 63-98 e *Peer-to-peer Lending and the "Democratization" of Credit Markets: Another*

Il presente contributo si pone l'obiettivo di mettere in luce la figura di fornitore europeo di servizi di *crowdfunding* (FESC), in particolare come *gatekeeper*, che è stata tratteggiata dalla nuova disciplina, attraverso l'analisi del Regolamento europeo n. 1503/2020 in alcune delle sue principali componenti. La figura che emerge è un complesso ibrido, frutto di approccio che unisce norme mutuare da altri regimi e strumenti nuovi, e quindi di un nuovo *gatekeeper*, con un ruolo più leggero di altri intermediari regolamentati ("*light gatekeeper*") ma dai contorni ancora non sempre definiti anche a causa del riconoscimento di discrezionalità nazionali⁶.

2. Fin dall'analisi dei *consideranda* del Regolamento, emerge chiaramente l'intenzione del legislatore europeo di, da un lato, accostare il FESC alle imprese di investimento regolate da MIFID II e, dall'altro, al medesimo tempo, di distinguerlo da queste e da altre imprese regolamentate, attuando continui riferimenti e raffronti alle stesse e ai relativi regimi. Tra le caratteristiche principali tratteggiate dal Regolamento, i *consideranda* fanno riferimento, infatti, ad un "intermediario neutrale" che opera "tra clienti sulla piattaforma"⁷ (considerando 26), senza assunzione di rischio, per facilitare «investimenti diretti», «modesti» e alternativi in start-up e PMI gestendo "piattaforme di informazione collocate su internet e

Financial Innovation Puzzling Regulators, in *Columbia Journal of European Law* 2015, 21(3), 521; CAPOBIANCO, *Il 'Peer to peer lending'*, in Fimmanò e Falcone (a cura di), *FinTech*, (ESI, 2019), pp. 227 ss.

⁶ Più estesamente sul raffronto tra fornitori di servizi di *crowdfunding* e intermediari tradizionali: MACCHIAVELLO, *The Licensing Principle and Investment-Based Crowdfunding*, in MOURA VICENTE, PEREIRA DUARTE, GRANADEIRO, cit., 46-70; Id., *The Crowdfunding Regulation in the Context of the Capital Markets Union*, in ORTOLANI E MARIJE LOUISSE, cit., pp. 25-46; MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Form of Capital Raising in the Internal Market: True Disintermediation or Re-intermediation?*, in AVGOULEAS e MARJOSOLA (a cura di), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, Governance* (De Gruyter 2021), 37-85; MACCHIAVELLO, *Disintermediation in Fund-raising: Marketplace Investing Platforms and EU Financial Regulation*, in CHIU e DEIPENBROCK (a cura di), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law* (Routledge, 2021) 291, 299; cfr. anche LUKKARINEN, *Equity Crowdfunding: Principles and Investor Behaviour*, IN SHNEOR, LIANG ZHAO AND BJØRN-TORE FLÅTEN (a cura di) *Advances in Crowdfunding* (Palgrave Macmillan, 2020) 93-118.

⁷ A proposito dei rapporti contrattuali che si creano, secondo il modello economico della piattaforma, in ambito di *crowdfunding*, si veda in questo volume il contributo di GAGGERO.

accessibili al pubblico”, e soggetti ad una disciplina tesa ad «evitare l’arbitraggio regolamentare» (consideranda 1, 12 e 22).

Il servizio prestato viene definito specificatamente nell’art. 2(1) lett. a) come l’«abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l’utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*” e consistente nel collocamento senza impegno irrevocabile in combinazione con la ricezione e trasmissione di ordini (come identificati dall’allegato I, Sez. A, MiFID II) e nell’“intermediazione nella concessione di prestiti”⁸. Nel caso dell’*investment-based crowdfunding*, perciò, la peculiarità del servizio è stata esplicitamente ricondotta (cfr. considerando 10) nella prestazione congiunta di due servizi di investimento (uno meramente esecutivo mentre l’altro non esecutivo ma neutrale), così da superare l’incertezza e quindi varietà di qualificazione registrata tra Stati Membri di tale servizio.⁹ Tuttavia, tale parallelismo con i servizi MiFID viene subito superato non solo a causa dell’esenzione dei fornitori di servizi di *crowdfunding* dalla disciplina MiFID II¹⁰ ma anche, come si mostrerà meglio nel prosieguo (cfr. §3), dalla mancanza di corrispondenza tra la disciplina disegnata dal Regolamento 1503/2020 per gli stessi e, appunto, la disciplina MiFID per i corrispondenti servizi di investimento. Tale mancanza di corrispondenza e presupposta diversità di disciplina sembra essere anche attestata dalla necessità, pure per le imprese di investimento autorizzate ad offrire i medesimi o simili servizi così come le banche, ad ottenere l’autorizzazione disciplinata dal Regolamento UE 1503/2020 per lo svolgimento di servizi di *crowdfunding*, pur potendo gli Stati membri introdurre un regime semplificato per chi detenga già altre autorizzazioni finalizzato ad evitare la duplicazione di richieste di documenti e l’allungamento eccessivo dei tempi autorizzativi complessivi

⁸ Sui servizi di crowdfunding, cfr. più ampiamente in questo volume il contributo di FRATINI. Cfr. anche MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., 57-67.

⁹ Cfr. in questo Volume, i contributi di CAPRIGLIONE. Mi sia consentito di rinviare anche a: MACCHIAVELLO, *Financial-return*, cit. e *The European crowdfunding*, cit.

¹⁰ Cfr. Art. 2(1), lett. p) MiFID II, aggiunto alla Direttiva nel 2020 a seguito dell’adozione del Regolamento UE 1503/2020.

(considerando 35 e art. 12(15)).

La normativa europea si preoccupa anche ripetutamente di distinguere il servizio di *crowdfunding* o suoi servizi accessori da altri servizi di investimento. Ad esempio, l'uso di filtri per permettere ai *crowd-investors* di selezionare i progetti corrispondenti a certi parametri viene espressamente ritenuto legittimo e distinto sia dal servizio di consulenza in materia di investimenti sia dal servizio di gestione di portafogli individuali di investimento solo in presenza di parametri meramente oggettivi (sette economico di attività, maturità dell'investimento, tipo di strumento, rendimento, ecc.: considerando 21 e art. 3(4)) e di scelta specifica dell'investitore (senza quindi discrezionalità in capo alla piattaforma: considerando 19 e art. 3(4); salvo in caso di gestione individuale di portafogli). Simile discorso vale anche per quello che sembra poter essere classificato come servizio accessorio, il *pricing/scoring* - cioè la determinazione del prezzo delle offerte (applicabile, parrebbe, solo ai prestiti o titoli di debito) -, che non potrebbe consistere in una raccomandazione personalizzata di uno specifico investimento: d'altra parte, il regolamento UE prevede regole aggiuntive a protezione dei clienti del fornitore di *crowdfunding* che offra anche tale servizio (art. 4(4) Reg. 1503/2020).

Un ulteriore servizio accessorio che s'intende distinguere dal corrispondente "tradizionale" sottoposto ad altra normativa europea, è quello di bacheca elettronica, che permette, a chi abbia precedentemente acquistato tramite la piattaforma, di manifestare il proprio interesse ad alienare la partecipazione/credito e trovare chi avesse un interesse opposto e corrispondente, per poi concludere un'operazione di compravendita fuori dalla piattaforma. La bacheca elettronica, infatti, non può presentare caratteristiche assimilabili ad una sede di negoziazione regolamentata, per cui non può consistere in un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale in modo da dar luogo a contratti (artt. 25(1)-(2)). Ad ogni modo, a conferma di un ruolo ibrido e di *gatekeeper* (benché "light") del fornitore di servizi di *crowdfunding*, lo stesso deve informare i clienti della natura

della bacheca e, in caso di indicazione di prezzo, specificare la non vincolatività dello stesso indicando allo stesso tempo com'è stato ottenuto, oltre che comunicare la performance dei prestiti offerti nella bacheca e assicurarsi che venga fornito agli investitori non sofisticati il documento informativo chiave predisposto al momento della prima emissione (*KIIS*) e le informazioni sulle misure di tutela (art. 25)¹¹.

La necessità di evitare la confusione e quindi arbitraggio regolamentare con altre attività riservate, così come l'idea della natura di investimento diretto (perlomeno con riferimento agli investimenti, considerato che sul lato prestiti è stata ammessa la gestione di portafogli), ha portato il legislatore europeo a limitare l'impiego di SPV (utilizzabile solo in presenza di un bene indivisibile o illiquido e per *investment-based crowdfunding*) e, in via interpretativa, o fondi di investimento (non essendo le quote di OICR o AIF tra i prodotti coperti dal Regolamento in quanto non incluse nelle nozioni di valore mobiliare ai sensi MiFID II o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*).¹²

Infine, il servizio di *crowdfunding* riguardante prestiti, a causa della mancata assunzione di rischio (erogazione di credito con propri fondi) e/o di confusione dei patrimoni da parte delle piattaforme (per il divieto di raccogliere fondi rimborsabili dal pubblico), viene distinto dall'attività bancaria e gli Stati Membri non possono applicare i requisiti per le banche ai FESC o richiedere ad investitori e titolari di progetto di avere un'autorizzazione bancaria o ottenere dispense/esenzioni dalla stessa (consideranda 9, 11 e art. 1(3)).

Al contrario di altri intermediari finanziari regolamentati per i quali lo

¹¹ Sulla disciplina delle bacheche elettroniche gestite dai fornitori di servizi di crowdfunding così come del sistema di cui all'art. 100-ter TUF: CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.* 2018, 1266; DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2016, 1, 1; DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, (2019), *dirittobancario.it*.

¹² Sul tema cfr. HOOGHIEMSTRA, *The provision of crowdfunding services under the ECSPR (Art 3) e Crowdfunding, alternative investment funds and the relationship between the ECSPR and the AIFMD*, entrambi in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., rispettivamente Capitolo 4 e 35; in questo volume: il contributo di LEMMA.

svolgimento di attività ulteriori ed in particolare non finanziarie è guardato con preoccupazione in ottica prudenziale o di conflitto di interesse, il FESC non è un intermediario con oggetto esclusivo per cui può svolgere qualunque altra attività non riservata ad altri (considerando 38; art. 12(13)). Esso potrà anche svolgere attività riservate ad altri (consulenza in materia di investimenti, servizi di pagamento, ecc.) a condizione di ottenerne la relativa autorizzazione in aggiunta: il fatto che la perdita di tale autorizzazione aggiuntiva (in particolare, ai sensi di PSD2 e MiFID II) comporti anche la perdita dell'autorizzazione come FECS (art. 17(1)), rende evidente la complessità della relazione (in termini di diversità e allo stesso tempo assimilazione) tra attività di *crowdfunding* e attività tradizionali.

Per quanto riguarda i prodotti, il campo di applicazione dell'ECSPR appare più ampio rispetto a MiFID II (che però riguarda anche gli strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari) e Prospetto, comprendendo non solo i valori mobiliari ma anche gli strumenti ammessi per fini di *crowdfunding*, cioè le quote (ma non anche titoli di debito) di società a responsabilità limitata chiuse (in Italia, s.r.l.) che, pur non considerate valori mobiliari in base al diritto nazionale, non presentino significativi ostacoli alla circolazione e vengano incluse in un elenco fornito ad ESMA dalla autorità nazionali¹³. Inoltre, sono coperti anche gli investimenti nella forma di *crowd-loan* alle imprese (in tal senso, nuova *asset class*).

Infine, è previsto un limite massimo alla dimensione delle offerte: le offerte relative ad uno stesso titolare di progetti condotti nell'ambito del regime in esame non possono superare i €5 milioni in corrispettivo totale in un arco di 12 mesi. È di tutta evidenza, perciò, la volontà di fissare una soglia inferiore a quella attuale di esenzione da prospetto di molti Stati Membri (che rimangono liberi di fissare tale

¹³ Tale competenza nazionale nell'identificazione degli strumenti ammessi, perpetuerà, in parte, diversità nazionali nell'ambito di applicazione del Regolamento europeo: ad esempio, le quote di *private limited companies* sono incluse nell'elenco da Italia, Spagna e Romania ma non da Danimarca, Austria e Germania. Cfr. MACCHIAVELLO, *Regulation*, 60-61, 813-814; cfr. anche https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf.

soglia tra €1 milione e €8 milioni, attestandosi però la maggior parte sul limite massimo), nell'intenzione di limitare ulteriormente l'ammontare delle offerte quando rientrano in tale nuovo regime "alternativo" e più leggero rispetto al settore tradizionale (con intermediari sottoposti a maggior regolazione come *gatekeepers*), anche supponendo esigenze inferiori di finanziamento di imprese PMI, *seed* e *start up*. Ad ogni modo, la soglia appare ancor più restrittiva se si considera che nel calcolo dei €5 milioni vanno inclusi non solo le offerte di valori mobiliari (come invece nell'ambito del Regolamento prospetto) ma anche gli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, i prestiti, e altre offerte dello stesso emittente esentate ai sensi del Regolamento prospetto come "*small offer exemptions*" (art. 1(2), lett. c)).

Da questa prima rassegna, il FESC appare un intermediario limitato, rispetto ad altri intermediari regolamentati, in quanto ad ambito di servizi riservati offribili, prodotti e dimensione delle offerte veicolate, ma più libero con riferimento a servizi accessori ed attività non finanziarie: ciò si spiega anche con la sottoposizione dello stesso, come si dirà a breve, ad un regime più "snello", nel tentativo di bilanciare accesso delle PMI a capitale e finanziamenti con tutela del sistema e degli investitori, e in considerazione del ruolo svolto, ingenerante un livello inferiore di fiducia da parte del pubblico.

3. Il regime introdotto dal Regolamento UE n. 1503/2020 è strutturato su più livelli: la struttura di base, applicabile a tutti i servizi di *crowdfunding*, ricorda, nei suoi aspetti essenziali, il regime MiFID benché semplificato, risultando dunque piuttosto snella. Troviamo infatti un'autorizzazione richiesta all'autorità nazionale e che permette di operare in libera prestazione di servizi (passaporto europeo)¹⁴, seguita da

¹⁴ A differenza di altri regimi, il Regolamento europeo sul *crowdfunding*, riconoscendo la natura prevalentemente digitale del servizio, non si occupa del mutuo riconoscimento per attività svolta con apertura di succursali. Sul tema in questo volume si veda il l'introduzione di TROIANO. Cfr. anche VALIANTE, *Foreword*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit.; Tortorici, *The EU passporting system for crowdfunding service providers: towards a new type of passport for digital financial services? (Art 18)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., 252-265.

requisiti generali di condotta e di trasparenza (sia da parte del fornitore di servizi che del titolare di progetti anche se trasmesse dal primo), oltre che, benché in misura e con dettaglio minore, requisiti organizzativi (inclusi i conflitti di interesse) e prudenziali. Regole aggiuntive e via via più severe e penetranti sono tuttavia previste per particolari modelli/servizi, quali per facilitazione di prestiti, *pricing/scoring*, gestione di portafogli di prestiti e bacheche.

Tuttavia, l'analisi di ciascuno di questi segmenti del regime del Regolamento 1503/2020, anche se sintetica, permette di individuare peculiarità dello stesso rispetto al regime MiFID II e assonanze con altri regimi, anche recenti e appartenenti al mondo Fintech (quali MiCAR, ugualmente ispirato a MiFID II).

Ad esempio, l'autorizzazione, pur basandosi in linea di principio su uno schema (comunque più snello e dai tempi accorciati) e requisiti usuali¹⁵ presenta profili interessanti di raffronto con altri operatori: ad esempio, si è già visto che tale autorizzazione è sempre obbligatoria per offrire i servizi di *crowdfunding* coperti dal regolamento UE, non intendendosi già ricompresa/assorbita da altre autorizzazioni "più complete" (come quella bancaria o delle imprese di investimento), come invece avviene, ad esempio, in altri casi (servizi di pagamento di IMEL; servizi di investimento di banche; emissione di *asset-referenced* o *e-money tokens* da parte di banche o prestazione di *crypto-asset services* da parte di imprese di investimento in base a MiCAR). Inoltre, non si prevedono esenzioni dalla necessità di autorizzazione per certi tipi di attività o entro certi volumi o per limitata operatività territoriale (come invece avviene, a seconda dei casi, per SIM, IP/IMEL, ecc.). Ancora, tra le condizioni per ottenere l'autorizzazione, spicca la preferenza per un'assicurazione professionale rispetto ad un capitale minimo come per il TPP AISP) e l'importanza assegnata ai piani di continuità che troviamo anche come requisito per gli emittenti di ART e CASP in MiCAR.

¹⁵ In materia di autorizzazione dei FESC, si veda nel presente volume il contributo di MAZZA, NAVA, CALARCO.

In quanto a requisiti organizzativi, i requisiti generali (di gestione efficiente e prudente) sono assimilabili a quelli delle imprese di investimento ma non troviamo né requisiti di *product governance* né regole dettagliate di governo societario. La disciplina sui conflitti di interesse appare invece più restrittiva dal momento che, al di là del requisito generale di avere adeguate politiche e procedure di gestione dei conflitti (come da modello MiFID II), si vieta ai fornitori di *crowdfunding* di partecipare alle offerte o, con divieto esteso ad amministratori e principali azionisti, di presentare progetti propri attraverso la piattaforma. In caso di facilitazione di prestiti, i requisiti aumentano, richiedendosi sistemi e controlli adeguati a valutare i rischi connessi a prestiti, così ricordando cautele previste inizialmente solo per le banche *Fintech* (Guida BCE) o regimi a protezione dei clienti (CCD/MCD), solo più recentemente generalizzati (guida EBA su *loan origination and monitoring*). Il fornitore che offra il servizio di *pricing* (di prestiti o titoli di debito) è anche soggetto a disposizioni di dettaglio su quali elementi prendere in considerazione nella valutazione e con quali tempistiche, fino ad arrivare a regole ancora più dettagliate previste per la gestione di portafogli di prestiti (su gestione dei rischi, modelli impiegati, preferenze degli investitori, caratteristiche e funzionamento di un eventuale fondo a copertura dei rischi)¹⁶, quasi più numerose e severe di quelle esistenti, almeno al momento, per i gestori di fondi di investimento e comunque per i corrispondenti *crypto-asset service providers* (CASP; cfr. MiCAR).

Anche i requisiti prudenziali riflettono la minor rilevanza sistemica per la limitata dimensione del fenomeno *crowdfunding* e fiducia riposta nelle piattaforme, così come micro-prudenziale, non potendo neppure detenere (né tantomeno acquisire) con l'autorizzazione di base denaro o strumenti dei clienti. Il requisito

¹⁶ In materia, cfr. in questo volume il contributo di MEZZACAPO e ID., *La disciplina UE del servizio di "gestione individuale di portafogli di prestiti" per il finanziamento di "progetti di crowdfunding"*, in *Diritto del Risparmio* 2022, 3; R. FERRETTI, *Individual portfolio management of loans (Art 6)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 113-129; MINTO e DIETZ LEGIND, *Zooming in on the "Individual Portfolio Management of Loans" in the Ambit of the Regulation on European Crowdfunding Service Provider*, in *Law Econ Yrly Rev* 2021, 10(1), 142.

minimo per rischio operativo, da soddisfare alternativamente o in via combinata con CET1 e/o polizza per assicurazione professionale, segue uno schema vicino all'IFR per le imprese di investimento di classe 3 ma semplificato (nel calcolo) e inferiore nell'ammontare ai minimi previsti per imprese di investimento ma anche per gli emittenti di ART e i CASP¹⁷.

I FESC non sono invece soggetti direttamente, al contrario di altri intermediari, agli obblighi derivanti dalla normativa anti-riciclaggio (salvo controlli di base sui titolari di progetti: cfr. §4)¹⁸, alla recente normativa in materia di finanza sostenibile (ad esempio, gestione dei rischi di sostenibilità e trasparenza in materia di integrazione dei rischi nelle decisioni di investimento e calcolo dell'impatto negativo sui fattori di sostenibilità, nemmeno se offrenti il servizio di gestioni di portafogli)¹⁹ e a norme sulla gestione delle crisi (esistente per banche, SIM ma anche, nella forma di liquidazione ordinata, per CASP).

Muovendo agli obblighi di condotta, il parallelismo con gli intermediari MiFID II

¹⁷ Il requisito patrimoniale per rischio operativo dei FESC è pari a €25.000 (o, se superiore, un quarto delle spese operative dell'anno precedente), inferiore al minimo possibile per le imprese di investimento di classe 3 (€75.000), emittenti di ART (€350.000: art. 35 MiCAR) e CASP (€50.000: annex IV MiCAR). Cfr. sul tema in questo volume ancora il contributo di MAZZA; LOUISSE, *Prudential requirements for crowdfunding service providers (Art 11)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 184-196.

¹⁸ I FESC sono tenuti a servirsi di intermediari autorizzati a prestare servizio di pagamento (o ad ottenere anche questo tipo di autorizzazione per offrire direttamente servizi di pagamento) ai quali saranno dunque rimesse le verifiche e segnalazioni richieste dalla Direttiva AML-CT e relative norme nazionali di recepimento. La revisione del Regolamento 1503/2020 potrà però portare ad includere i FESC tra le *'obliged entities'*. Ad ogni modo, sembra che la Norvegia, che applicava ai fornitori di servizi di *crowdfunding* la normativa AML-CT, abbia deciso di mantenere comunque tale obbligo (nonostante la chiara indicazione nel regolamento UE): cfr. HÄRKÖNEN, NEUMANN e HØJVANG CHRISTENSEN, *The regulation of crowdfunding in the Nordic countries*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 765-783.

¹⁹ Cfr. in materia di *crowdfunding* e normativa europea sulla finanza sostenibile: MACCHIAVELLO, *The Challenges*, cit.; MACCHIAVELLO e SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute To Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green Fintech' and 'Sustainable Digital Finance'*, in *ECFR* 2022, 19(1), 128-174; MACCHIAVELLO, *Sustainable Finance and Fintech. A Focus on Capital Raising*, in corso di pubblicazione in SIRI, GARGANTINI e ALEXANDER (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance. Regulation, Supervision and Governance* (CUP, 2023). Ad ogni modo, l'art. 2(2) del Regolamento delegato n. 2022/2114 (RTS) tra gli obiettivi di investimento da chiedere al cliente «where relevant in relation to the type of crowdfunding service offered», include anche le preferenze di sostenibilità.

è palese per quel che riguarda i requisiti generali (di agire in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei clienti) ma, al di là di questo e nonostante l'identificazione dei servizi di *investment-based crowdfunding* ricorra proprio a due servizi MiFID, gli obblighi di condotta specifici per tali servizi di *crowdfunding* non trovano sempre riscontro nella relativa disciplina MiFID II, come invece avviene in MiCAR dove i CASP sono tenuti a obblighi, benché semplificati, corrispondenti ai paralleli servizi di investimento tradizionali.

Il carattere distintivo del regime per i fornitori di *crowdfunding* si rinviene ancor più nel sistema di protezione degli investitori, con l'obiettivo di bilanciare accesso di PMI alle risorse economiche e protezione degli investitori: infatti, i principali strumenti di protezione sono riservati ai soli investitori non sofisticati (nuova categoria, più ristretta rispetto agli investitori *retail* cui siamo abituati con MiFID II)²⁰. Inoltre, gli strumenti di protezione sono in parte mutuati ma presentano per lo più caratteri peculiari. In primo luogo, infatti, non vengono esplicitamente predisposti test diversi a seconda del servizio come invece avviene sia in MiFID II che MiCAR (ove è previsto per servizi esecutivi il test appropriatezza, mentre per gestione individuale di portafogli e consulenza il test di adeguatezza). In secondo luogo, il test delle conoscenze richiesto dal regolamento europeo, benché presenti similarità con il test di appropriatezza in quanto, ad esempio, a conseguenze in caso di risultato negativo (si può procedere infatti comunque all'operazione), se ne distingue per la maggior astrattezza (dovendosi condurre prima del solo accesso alle offerte e con riferimento in generale ai servizi di *crowdfunding*, non di uno specifico investimento) e per alcune commistioni con il test di adeguatezza (dovendosi, in base alla lettera del regolamento, chiedersi informazioni anche su obiettivi di investimento e situazione finanziaria) specialmente in combinazione con il sistema di simulazione delle perdite,

²⁰ Sulle misure di protezione degli investitori, cfr. LEE, *Investor Protection on Crowdfunding Platforms* in ORTOLANI e LOUISSE (a cura di), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press 2022; De Smet e Colaert, *Between investor protection and access to crowdfunding: the entry knowledge test and the simulation of the ability to bear loss (Art 21 and Annex II)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit.; in questo volume il contributo di BERTI DE MARINIS.

altro strumento innovativo da mettere a disposizione degli investitori non sofisticati. La differenza dai test MiFID è resa evidente anche dall'obbligo di avvertire l'investitore che non verrà necessariamente condotta, appunto, una valutazione di appropriatezza (art. 23(6), lett. b)²¹.

Un'altra novità, sempre riservata agli investitori non sofisticati, è rappresentata da un ulteriore obbligo di avvertimento, questa volta in caso di superamento di una certa soglia di investimento fissa o in percentuale delle disponibilità del cliente²². Infine, il recesso di pentimento di 4 giorni è mutuato dalla disciplina sui servizi finanziari a distanza il quale però ha durata superiore (14 giorni, come per MiCAR)²³.

Infine, gli obblighi di trasparenza sono da analizzare con attenzione perché centrali nella struttura del regime in esame e strettamente collegati al ruolo di *gatekeepers* (che verrà discusso più ampiamente nel prossimo paragrafo). Il fornitore di servizi di *crowdfunding* ha obblighi di trasparenza sia diretti (propri) che indiretti, in entrambi i casi da soddisfare con comunicazioni chiare, corrette e non ingannevoli (con espressione che ricalca nuovamente MiFID II). I primi, in particolare, da soddisfarsi attraverso pubblicazione sul proprio sito, in una parte ben visibile, riguardano l'intermediario di per sé, il *crowdfunding* in generale e le specifiche caratteristiche dei servizi forniti, inclusi avvertimenti sui principali rischi (ad esempio, perdita del capitale, liquidità, ecc.), assenza di tradizionali tutele e informazioni sui

²¹ Nella versione italiana, a proposito del *disclaimer* da inserire, si parla di "idoneità" dell'esperienza e delle conoscenze dell'investitore, mentre nella versione inglese di "appropriatezza".

²² Si tratta di €1.000 o, se inferiore, 5% del *net worth*. Questo presenta lievi somiglianze rispetto al regolamento ELTIF: infatti, il gestore ELTIF deve assicurare che gli investitori *retail* - che abbiano un portafoglio di investimenti non superiore a €500,000 e possano compiere un investimento unitario di almeno €10.000 - non investano più del 10% del loro portafoglio di investimenti nel fondo. Per similitudini e differenze nelle tutele degli investitori tra ECSPR e altri comparti della regolazione finanziaria, cfr. anche DE SMET e ©, , cit., pp. 280-299.

²³ L'interazione tra il regime speciale in esame e il regime generale a tutela dei consumatori non è specificato nel regolamento per cui ci potranno essere differenze tra Stati Membri in tal rispetto: ad esempio, in Danimarca prevale un'applicazione congiunta, mentre in Norvegia si ritiene applicabile solo il regime speciale (*crowdfunding*). Cfr. HÄRKÖNEN, NEUMANN e HØJVANG CHRISTENSEN, cit. Cfr. anche SERDARIS, *Withdrawal rights in crowdfunding transactions: the precontractual reflection period* (Art 22), in Macchiavello, *Regulaiton*, cit., pp. 300-309.

costi e criteri di selezione delle offerte sul portale, sempre con differenze a seconda del servizio. Ad esempio, chi svolge attività di facilitazione di prestiti è tenuto pubblicare annualmente i tassi di *default* ma i requisiti aumentano in caso di *pricing/scoring* (rendendo noti anche i sistemi per il calcolo dei rischi) o gestione di portafogli di prestiti.

Tra gli obblighi di trasparenza indiretti, il FESC deve fornire al cliente un documento informativo sintetico di poche pagine (massimo 6) predisposto dal titolare di progetti (Scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento o, nella versione inglese, *Key Investment Information Sheet - KIIS*) secondo un modello ESMA, non soggetto a controlli da parte dell'autorità di vigilanza (eventualmente solo a comunicazione *ex ante*), e contenente informazioni specifiche sul titolare del progetto, sull'offerta e sui prodotti (in particolare, rischi, costi, principali condizioni ma anche, nuovamente, avvertimenti). Come si discuterà nel prossimo paragrafo, il FESC non si limiterà a trasferire meramente il documento agli investitori, dovendo effettuare alcuni controlli sullo stesso; ad ogni modo, qualora il servizio offerto sia gestione di portafogli di prestiti, il *KIIS* verrà invece direttamente predisposto dal FESC (come obbligo diretto, dunque) e conterrà informazioni più mirate sul tipo di servizio invece che sui singoli progetti/offerte (metodi di valutazione del rischio, composizione del portafoglio, ecc.).

4.1. Come si è anticipato, il FESC deve agire “in modo onesto, equo e professionale, nel miglior interesse dei clienti” (art. 3(2)): tale generale obbligo di condotta può essere interpretato come implicante, implicitamente, un obbligo di selezionare i titolari dei progetti secondo diligenza professionale e nell'interesse dei clienti, come sembra suggerire il considerando 18.²⁴ Ad ogni modo, l'art. 5,

²⁴ Considerando 18: “Per mantenere un livello elevato di tutela degli investitori, ridurre i rischi connessi al *crowdfunding* e assicurare un trattamento equo di tutti i clienti, i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovrebbero mettere in atto una politica concepita per assicurare che i progetti sulle loro piattaforme siano selezionati in modo professionale, imparziale e trasparente” [...].

espressamente intitolato “obblighi di adeguata verifica” (nella versione inglese “*due diligence*”) limita gli obblighi del FESC ad “un livello minimo di adeguata verifica nei confronti dei titolari di progetti”, consistente in verifiche dei precedenti penali per violazioni di norme nel settore economico-finanziario e professionale o sede in giurisdizioni non cooperative nell’ambito dell’anti-riciclaggio²⁵. Ad un primo sguardo, quindi, gli obblighi esplicitamente riconosciuti come *gatekeeper* parrebbero limitati.

Tuttavia, l’esame della restante disciplina, in particolare, degli obblighi del FESC connessi al *KIIS*, potrebbe condurre a diversa conclusione. Infatti, benché lo stesso debba fornire agli investitori il *KIIS* predisposto dal titolare del progetto senza partecipare alla redazione del documento (art. 23(2)), il FESC potrebbe curare le traduzioni del *KIIS* qualora lo stesso debba essere distribuito in paesi con lingue accettate diverse da quella in cui il *KIIS* è stato scritto (artt. 23(3)-(4) e (13)).

Inoltre, benché il *KIIS* contenga obbligatoriamente l’espressa precisazione che “il titolare del progetto è responsabile dell’elaborazione della [...] scheda contenente le informazioni chiave sull’investimento” (art. 23(6) e allegato I) e gli Stati Membri debbano assicurare un efficace regime di responsabilità civile nei confronti dello stesso e dei suoi principali organi (art. 23(9)), i FESC “pongono in essere e applicano procedure adeguate per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano” nel *KIIS* (art. 23(11)). Il FESC, inoltre, se individua “omissioni, errori o imprecisioni” nel *KIIS* che possano avere “ripercussioni significative sul rendimento atteso dell’investimento”, deve segnalare “tempestivamente tali omissioni, errori o imprecisioni al titolare del progetto” perché questi completi o corregga il *KIIS* tempestivamente, dovendo altrimenti sospendere temporaneamente l’offerta, fino ad arrivare alla cancellazione della stessa in caso di protrarsi di inerzia da parte del titolare del progetto. Ancora, il FESC deve informare nel frattempo gli investitori delle omissioni, errori o imprecisioni, delle misure

²⁵ Sul tema, cfr. LOUISSE, *Due diligence of project owners (art. 5)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, pp. 105-112.

intraprese e del diritto di revocare l'adesione (art. 23(12)). Inoltre, il FESC deve chiedere al titolare di progetti di comunicargli "ogni variazione delle informazioni" contenute nel *KIIS* durante l'offerta e di conseguenza informare gli investitori che avessero espresso un interesse per l'offerta o già aderito all'offerta sulle variazioni significative (art. 23(8)).

Tali disposizioni sembrano appunto investire il FESC, specialmente in assenza del vaglio dell'autorità (che non deve approvare il *KIIS*) di un ruolo di *gatekeeper*. La norma con portata potenzialmente più "espansiva" del ruolo di *gatekeeper* del FESC è contenuta nel paragrafo 11, riguardante le procedure per la verifica della "completezza, la correttezza e la chiarezza" del *KIIS*: mentre la completezza e chiarezza sarebbero facilmente verificabili, la "correttezza" rimane un concetto più sfuggente non essendo peraltro definito nel regolamento né espressione usuale o comunque già conosciuta nel lessico della regolazione finanziaria europea (MiFID II, regolamento prospetto, ecc.). La proposta iniziale della Commissione europea non conteneva tale obbligo né quindi termine ma durante le negoziazioni lo stesso sembrava riferirsi, riduttivamente, alla correttezza sul piano formale e quindi alla compilazione delle singole sezioni e spazi del *KIIS* in modo corretto (con contenuto corrispondente alle informazioni richieste da quella particolare sezione del documento). Tuttavia, il superamento di tale impostazione "minimalista" appare evidente dalla lettura delle *Questions & Answers* predisposte da Commissione e ESMA nelle quali si precisa (n. 5.2) che il titolare del progetto è l'unico responsabile per ogni "informazione ingannevole o inaccurata o per omissioni" (facendo quindi equivalere la correttezza alla veridicità o accuratezza), "salvo che tali omissioni siano risultato diretto di procedure inadeguate del fornitore di servizi di crowdfunding nella raccolta di queste informazioni [...], potendo risultare in tal caso "parzialmente o totalmente responsabile".

Il Regolamento 1503/2020, infatti, secondo uno schema simile a quello presente nel Regolamento Prospetto e consapevole della competenza esclusiva

nazionale in materia di responsabilità civile, impone ai singoli Stati di ritenere responsabile “almeno” il titolare del progetto e i suoi organi ma i regimi nazionali potranno decidere se disciplinare espressamente (nelle disposizioni di recepimento del regolamento) o implicitamente (secondo i principi generali in materia di responsabilità civile da informazioni) anche la responsabilità del fornitore di servizi di *crowdfunding*, per violazione dell’obbligo di predisporre misure per la verifica del KIIS. La stessa assicurazione professionale che i FESC devono dimostrare di avere a fini autorizzativi copre dichiarazioni false e fuorvianti (obblighi di trasparenza diretti) e atti e omissioni che determinano la violazione di obblighi giuridici e regolamentari e dovere di cura e competenza nei confronti del cliente (art. 11(7)), locuzione generale che potrebbe ricomprendere anche la violazione degli obblighi qui in esame.

Ad ogni modo, l’obbligo del FESC sembrerebbe essere costituito principalmente da un obbligo organizzativo (di predisporre strutture adeguate ad identificare difetti rilevanti). Tuttavia, le Q&A sembrano espandere tale obbligo e in due distinte direzioni, specificando che l’obbligo di verifica del KIIS riguarda non solo la verifica del KIIS prima della sua pubblicazione ma anche “dopo *in via continuativa* per la durata dell’offerta, ove vengano alla luce nuove informazioni che diano ragioni per credere che il KIIS sia incompleto, non corretto o non chiaro” (n. 5.9; corsivo aggiunto): tale risposta potrebbe quindi, in primo luogo, anche dare le basi per trasformare l’obbligo di avere procedure adeguate ad un obbligo di informarsi e verificare attivamente, andando anche alla ricerca di tali difetti. In secondo luogo, non si tratterebbe solo di un filtro precedente alla pubblicazione del KIIS ma un obbligo di continua verifica (decisamente più oneroso). Ad ogni modo, una lettura più cauta dovrebbe portare ad escludere la prima conclusione, limitando la responsabilità del FESC a casi di emersione successiva e “non necessariamente cercata” di informazioni (per macro-errori o *red flags*).

In ogni caso, in assenza di ulteriori specificazioni a livello europeo, sarà la disciplina degli Stati Membri in materia di responsabilità del FESC ad essere decisiva

nello stabilire più precisamente i confini di tale obbligo, attraverso un'esplicita norma interna oppure decisioni giurisprudenziali in applicazione di principi generali.

4.2. Lo spettro di responsabilità a disposizione dei singoli Stati Membri è vario, anche in considerazione dell'estrema varietà di approcci e soluzioni tra i sistemi nazionali di responsabilità civile ed in particolare per informazioni inesatte e/o mancanza di vigilanza²⁶: si potrà ritenere esclusivamente responsabile il titolare di progetto, tenendo esente la piattaforma (cfr. ad esempio Singapore) oppure limitare una responsabilità del FESC solo per alcuni aspetti essenziali, quali per incompletezza del *KIIS* (come sembra aver scelto di fare la Spagna)²⁷. Ad un grado di severità maggiore, si potrebbe invece riconoscere la responsabilità della piattaforma in presenza di evidenti ragioni per dubitare della veridicità del *KIIS* (*red flags*) e quindi per *gross negligence*: questo sembra l'approccio dell'ordinamento statunitense nei confronti delle piattaforme di *crowdfunding*²⁸, anche alla luce di recenti decisioni²⁹.

²⁶ A proposito del difficile nesso tra diritto europeo (pubblico) e diritto civile nazionale, in particolare nel settore finanziario: BUSCH, *The influence of the EU prospectus rules on private law*, in *Capital Markets Law Journal*, 2021, 16, 1, 3; CHEREDNYCHENCO e ANDENAS, *Financial regulation and civil liability in European Law* (Edward Elgar 2020); BUSCH, FERRARINI e FRANX, *Prospectus Regulation and Prospectus Liability* (OUP, 2020); DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules* (Hart 2019).

²⁷ Cfr. CUENA CASAS e ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, *A comparative analysis of Spanish crowdfunding regulation and the ECSPR*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 751-764. Nel Regno Unito, la normativa richiede espressamente alle piattaforme di IBC di rendere semplicemente nota al pubblico il livello di due diligence condotto dalle stesse ma l'autorità di vigilanza (FCA) ha statuito che si deve presumere una violazione del dovere generale di professionalità, diligenza e interesse del cliente quando la piattaforma non ha condotto sufficienti verifiche a supporto delle informazioni fornite ai clienti: cfr. CHAPMAN, 81. Per un'analisi comparativa dei regimi giuridici in materia di crowdfunding in Europa, Regno Unito, Stati Uniti, Australia e Singapore, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO, *Investment-based crowdfunding platforms and their regulation*, in corso di pubblicazione in MARTINO, NABILOU, PACCESS (a cura di), *Comparative Financial Regulation* (Edward Elgar 2023), capitolo 9 (in particolare, paragrafo 4.3 su obblighi di *due diligence* e ruolo di *gatekeeper*), disponibile in versione *pre-referee* su SSRN.

²⁸ Il regime statunitense richiede alle piattaforme di adottare sistemi e procedure per ridurre il rischio di frodi e quindi di verificare il *background*, precedenti penali e eventuali sanzioni dell'autorità dell'emittente e suoi principali azionisti e esponenti. Ad ogni modo, la piattaforma è responsabile per la violazione del dovere di formare una ragionevole base per ritenere che l'emittente operi nel rispetto della normativa, potendo fare affidamento sulle dichiarazioni dello stesso salvo che non ci siano ragioni per dubitarne l'affidabilità (cfr. 15 USC 77d-1(a); 17 CFR §227.301-301(a)). Cfr.

Ad un gradino ancora superiore, si porrebbe un regime basato sulla semplice colpa e che quindi imponesse sul FESC l'obbligo di vigilare attivamente sul titolare del progetto: tale approccio sembrava quello seguito inizialmente dall'ordinamento tedesco nella prospettiva di recepimento del Regolamento 1503/2020 ma è stato abbandonato a causa del malcontento e critiche sollevate³⁰. Infine, si può anche pensare ad un regime diversificato a seconda del tipo di verifica: ad esempio, in Australia, vige, con riferimento alle piattaforme di *crowdfunding* un regime di *strict liability* con riferimento alle verifiche sulla chiarezza del documento informativo, mentre la responsabilità della stessa in caso di omissioni o ingannevolezza delle informazioni sussisterebbe solo in caso di mancata predisposizioni di sistemi di controllo o, di nuovo, di *red flags*.³¹

È peraltro da segnalare che, benché l'art. 23(9) mutui dal Regolamento prospetto la richiesta agli Stati Membri di adottare regimi di responsabilità adeguati, ulteriori parallelismi e assimilazioni risultano impediti dalla diversità di contesto: il prospetto informativo è infatti un documento, controllato preventivamente dall'autorità, estremamente lungo, completo e complesso probabilmente letto solo da altri intermediari e analisti, tanto da richiedere una nota informativa sintetica a supporto per gli investitori *retail* ma quest'ultima non può determinare alcuna responsabilità in capo all'emittente proprio perché per definizione incompleta e semplificata. Il *KIIS*, invece, è di per sé un documento sintetico, semplificato e quindi

CHAPMAN, 81; HÄRKÖNEN, *ECSPR versus the United States crowdfunding regime*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 796-807, in particolare 800, 806.

²⁹ Cfr. *SEC v Shumake, Civil Action No 2:21-cv-12193* (ED Mich Filed September 20, 2021), final judgement 23 dec. 2021, <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2022/judgment25298-trucrowd.pdf>; SEC, 'SEC Obtains Final Judgments Against Crowdfunding Issuer CEO and Registered Funding Portal and Its CEO', *Litigation Release No 25298* (January 3, 2022), <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2022/lr25298.htm>.

³⁰ WENZLAFF e ODOROVIĆ, cit.; WENZLAFF, ODOROVIĆ, RIETHMULLER e WAMBOLD, *On the merits of the Key Investment Information Sheet in the ECSPR (Arts 23–24 and Annex I)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 310-349.

³¹ ASIC, *Regulatory Guide 262 - Crowd-sourced funding: Guide for intermediaries* (2018), RG 262.130ff; RG262.145; RG262.172; RG262.192, <https://download.asic.gov.au/media/cfxatjf5/rg262-published-18-october-2018-20220328.pdf>.

incompleto, elaborato da una PMI, non controllato da alcuna autorità e rivolto primariamente ad investitori *retail*.

L'Italia sembrerebbe aver prediletto la soluzione in continuità con il precedente regime, ritenendo responsabile per il *KIIS* il solo titolare di progetto, e anche per le eventuali traduzioni. Tuttavia, in vigenza del regime precedente, si è discusso in dottrina in merito alla possibilità di ritenere comunque responsabile il gestore di piattaforma in applicazione di principi generali o per interpretazione estensiva di regimi assimilabili.

I termini del problema appaiono simili poiché anche nel previgente regime italiano la responsabilità per il *KIIS* era affermata espressamente solo con riferimento al titolare del progetto³², non erano stati espressamente posti in capo al gestore obblighi di diligente selezione degli offerenti³³ ma veniva richiesto di agire con diligenza e professionalità (art. 13, comma 1 regol. Consob *crowdfunding*) e di apprestare misure per ridurre il rischio di frode (art. 14, comma 1, lett. b). Tuttavia, nel previgente regime italiano tale ultimo obbligo non era espressamente riferito alle informazioni trasmesse dall'emittente (come invece avviene nel regime europeo) e come documento informativo erano ammessi anche mezzi quali video, slides, ecc. (cfr. art. 16 previgente Regol. Consob *crowdfunding*), in maniera ancora più lontana dal prospetto informativo. Anche questi dati normativi avevano spinto una parte significativa della dottrina ad escludere la configurabilità in capo ai gestori una responsabilità da prospetto per le informazioni contenute nei documenti informativi e trasmesse dall'emittente paragonabile a quella del responsabile del collocamento ex art. 94, comma 7, t.u.f.³⁴ che prevede una responsabilità da prospetto del

³² Cfr. avvertenza nell'allegato 3 al previgente Regolamento Consob *crowdfunding*.

³³ Essendo il gestore soltanto tenuto a descriverne le modalità di selezione ex art. 14 regol. *crowdfunding* e ad un generale dovere di diligenza.

³⁴ Cfr. MACCHIAVELLO, *La travagliata*, 299, 341. In tal senso sembrerebbero interpretare il dettato normativo anche: CARATOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding*, 280; Id., *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, 158-160; IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding*, 4, 16 (il quale invece riconosce una responsabilità da prospetto dell'emittente per applicazione in via analogica dell'art. 94 t.u.f.: 10, nota 21). Mostrano una lettura

responsabile del collocamento per omissioni o false informazioni salvo “che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso”³⁵.

In particolare, tale ultimo articolo, infatti, non si applicherebbe direttamente al *crowdfunding* a causa dell'esplicita esenzione dall'obbligo di prospetto ma la sua estensione per via interpretativa (o recupero dei principi giurisprudenziali precedenti alla sua introduzione) è stata dibattuta in dottrina, prevalendo ad ogni modo la posizione contraria all'estensione. Infatti, a supporto di quest'ultima si può evidenziare che il previgente regime italiano affermava espressamente la responsabilità esclusiva dell'offerente per le informazioni trasmesse, richiedeva l'avvertenza al cliente che nessun controllo sarebbe stato effettuato dall'autorità sui documenti informativi e non imponeva comunque un documento paragonabile al Prospetto³⁶. Inoltre, la normativa impediva al gestore del portale di svolgere il servizio di collocamento (ma solo ricezione e trasmissione di ordini) o un ruolo ad esso

più aperta ad ipotesi di responsabilità del gestore ACCETTELLA, CIOCCA, *Emittente e portale*, 267 (secondo i quali il gestore ha solo obblighi di verificare la completezza delle informazioni trasmesse rispetto all'elenco contenuto nelle norme). Infine, a favore al contrario di un'applicazione analogica dell'art. 94 t.u.f. o comunque di una responsabilità del gestore di piattaforma equiparabile a quella da prospetto, PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, 79-80; LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding*. OTTOLIA (*L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2014, 43, in particolare 52-55, 59-62) sembra escludere che dal dettato normativo possa desumersi una responsabilità da prospetto del gestore di piattaforme (60-61) ma distingue i profili di responsabilità dei gestori a seconda dell'effettivo ruolo e servizio prestato dal gestore del portale e dal tipo/fonte delle informazioni (in particolare, potendo sussistere una responsabilità del gestore per le informazioni fornite dall'emittente qualora pubblicizzò di effettuare una selezione discrezionale dei richiedenti ed un'attenta verifica delle informazioni).

³⁵ Sulla responsabilità da prospetto in generale, cfr. anche BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2008, 12, 785; MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 4/5, 911- 941; SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. merito* 2010, 880.

³⁶ Esisterebbe invece se mai un documento più simile alla nota di sintesi per la quale è esclusa la responsabilità da prospetto (art. 94, comma 8, TUF; art. 11(2) Regol. Prospetto) anche se tale esclusione è giustificata anche dalla volontà di dare prevalenza alle informazioni contenute nel prospetto ed infatti non opera in casi particolari (ad esempio, qualora la nota, letta congiuntamente al prospetto, non fornisca le informazioni chiave).

paragonabile, dovendo astenersi da attività promozionale o suggerimenti o accordi con l'offerente che garantiscano un certo successo dell'iniziativa e non presentandosi agli utenti con un ruolo di garanzia né essendo tenuto per la normativa al controllo delle informazioni trasmesse, svolgendo formalmente solo un servizio esecutivo. Ancora, in base all'art. 94, comma 4, TUF, i soggetti – diversi dal responsabile del collocamento – sempre che abbiano contribuito a redigere il prospetto, rispondono solo con riferimento alle parti di propria competenza: il gestore, perciò, al di là di alcuni obblighi informativi propri, riguardanti i rischi generali da investimento in *equity crowdfunding* e sé stessi (per i quali si potrebbe configurare un affidamento dei clienti ed una responsabilità del gestore secondo i principi generali del diritto civile), poteva quindi limitarsi a verificare il realizzarsi delle condizioni richieste dalla legge per le operazioni di *equity crowdfunding* ed a trasmettere le informazioni fornite dall'offerente, semplicemente verificando che, da un primo esame, queste apparissero e risultassero al futuro investitore, complete, chiare, non fuorvianti e corrette. Potevano essere fatti salvi, tuttavia, eventuali servizi aggiuntivi che comportassero un lavoro di ricerca e selezione approfonditi (entrambi non obbligatori per legge ma semplicemente oggetto di *disclosure* se presenti) e pubblicizzati, che oltre che esporre il gestore al rischio di qualificazioni della propria attività in termini di servizi di investimento non esecutivi e conseguenti sanzioni per violazione della relativa riserva di attività, avrebbero potuto creare le basi per pronunce di responsabilità da affidamento nelle informazioni trasmesse ai clienti³⁷.

È possibile trasporre questo ragionamento nel nuovo contesto normativo? In ambito di regolamento europeo, il discorso è simile ma più complesso perché, benché molti aspetti sono effettivamente simili, il FESC espressamente fornisce anche

³⁷ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, 328-329. Cfr. anche CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell' equity crowdfunding*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 4, 935; MINNECI, *Equity crowdfunding*, 516 nota 21 (secondo cui il requisito di indicazione dei criteri di selezione delle offerte potrebbe aprire ad una responsabilità del gestore da affidamento qualora si constatassero divergenze rispetto alla realtà effettiva rilevabili da un esame della documentazione dell'offerente).

il servizio di collocamento e ha obblighi di verifica anche se dai contorni incerti: si ritiene tuttavia che l'approccio nazionale derivante dall'applicazione dei principi generali non possa tradursi in un obbligo generale di verifica da parte del FESC di tutte le informazioni trasmesse dal titolare dei progetti ponendosi altrimenti costi non proporzionati al tipo di attività condotta e spostandosi il rischio dell'investimento dall'investitore alla piattaforma³⁸ oltre che contraddire la scelta di responsabilità esclusiva del *KIIS* del titolare del progetto. In generale, come si è visto nei paragrafi precedenti, il FESC non viene equiparato come obblighi e ruolo all'intermediario tradizionale (banca o impresa d'investimento che offrono servizi di investimento) – perlomeno nel modello base - per cui non risulterebbero trasponibili neppure i principi e giurisprudenza nati per questo e caratterizzati dall'affermarsi di un dovere di informarsi (inclusa la ricerca attiva di informazioni e verifiche) ed informare adeguatamente il cliente così come dell'ambito di applicazione del test adeguatezza³⁹, in ragione del ruolo di protezione a questi riconosciuto e al fine di preservare la fiducia e stabilità del sistema.

Sembrerebbe quindi più ragionevole addivenire ad un regime di responsabilità per *gross negligence*, da riconoscere qualora i sistemi della piattaforma non siano stati in grado di identificare frodi e omissioni evidenti e/o pur in presenza di *red flags*. Ad ogni modo, in considerazione delle somme contenute (per diversificazione degli investimenti), eventuali costi (anche se l'obbligo di procedure di reclamo e ADR dovrebbero migliorare tale situazione) e quindi degli scarsi incentivi privati, è possibile che sanzioni dell'autorità siano più efficaci a scoraggiare comportamenti poco diligenti dei FESC.

In ogni caso, è evidente che la scelta del regime di responsabilità, effettuato a

³⁸ Cfr. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 650.

³⁹ ENRIQUES e GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *The Italian Law Journal* 2017, 3, 2, 485; PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2015, 1, 31.

livello nazionale, influirà non poco sulla scelta della sede del FESC, dando luogo ad arbitraggio regolamentare.

5. Com'è stato anticipato⁴⁰, il regolamento 1503/2020 è stato adottato per facilitare, attraverso l'introduzione del corrispondente passaporto e di una disciplina altamente armonizzata, la formazione di un mercato unico del *crowdfunding* superando la precedente estrema frammentazione normativa tra paesi europei⁴¹. Questo sembrerebbe dunque portare alla formazione di un'unica figura a livello europeo di FESC.

Tuttavia, a completamento del quadro che si è tentato di descrivere sopra, è necessario considerare qualche residuo di frammentarietà normativa in grado di influire anche sulla figura e ruolo del FESC.⁴²

In primo luogo, benché il regolamento UE sul *crowdfunding* sia un regime obbligatorio e di armonizzazione massima (inclusi i poteri e sanzioni delle autorità), non è da escludersi a priori la permanenza di regimi nazionali per quanto non coperto dal regolamento europeo, per cui il FESC potrebbe doversi confrontare con intermediari simili soggetti a regolazione diversa. Ad esempio, in Germania e Portogallo era diffuso il *lending crowdfunding* nella forma di prestiti subordinati e strumenti ibridi (prestiti partecipativi), che rimangono tuttavia fuori dall'ambito del regime europeo non costituendo una messa a disposizione di somme dietro obbligo incondizionato di ripagare la stessa con interessi (cfr. definizione art. 2(1), lett. b) e si

⁴⁰ Considerando 6. Cfr. in questo volume i contributi di CAPRIGLIONE e TROIANO. Sul tema cfr. anche MACCHIAVELLO, *The European*, cit.; VALIANTE, *Foreword*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit.

⁴¹ Per un'analisi di diritto comparato in materia: MACCHIAVELLO, *Financial-return crowdfunding and regulatory approaches in the shadow banking, FinTech and collaborative finance era*, in *ECFR* 2017, 14, 4, 662-722; KLAES (a cura di), *Identifying market and regulatory obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU* (EU 2017); LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latinoamericane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237; ZETZSCHE e PREINER, *Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe*, in *EBOR* 2018, 19, 217–251.

⁴² Cfr. anche MACCHIAVELLO, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, in *NJCL*, 2022, 2, 91-115, <https://journals.aau.dk/index.php/NJCL/article/view/7544>; ID., *Regulation*, 808-821.

è perciò parlato di sottoporli a regime nazionale⁴³. Lo stesso vale per i prestiti gratuiti (senza interessi) che rimarranno soggetti, ad esempio, in Francia a regime nazionale⁴⁴. Ancora, in Finlandia, dovrebbe essere mantenuto un regime nazionale per le offerte di *crowdloans* comprese tra €5 milioni e €8 milioni (escluse dal Regolamento 1503/2020 e non coperte neppure da Regolamento Prospetto o MiFID II)⁴⁵. Similmente, piattaforme di consulenza in materia di *investment* o *lending crowdfunding* potrebbero essere sottoposte a regimi nazionali (le prime in forza dell'esenzione generale di cui all'art. 3 MiFID II). Le piattaforme di *consumer crowdfunding*, ancora, sono state espressamente escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento qui in esame e quindi la loro regolazione affidata alle interpretazioni nazionali sull'applicabilità della disciplina europea sul credito ai consumatori (Direttiva CCD 2008/48) ed eventuali regimi autorizzativi nazionali: l'annunciato revisione della Direttiva in questione (CCD) potrebbe coprire anche i *consumer crowdloans* (con scelte altalenanti in sede di trattative)⁴⁶ ma solo a livello di disciplina delle

⁴³ Cfr. WENZLAFF e ODOROVIC', *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 673-693; PEREIRA DUARTE e da COSTA LOPES, *The Portuguese crowdfunding regime and the impact of the ECSPR*, ibidem, 729-750.

⁴⁴ Cfr. MOULIN, *Crowdfunding in France after the adoption of the ECSPR*, in Macchiavello, *Regulation*, cit., pp. 664-672. Sono implicitamente esclusi dall'ambito del Regolamento UE anche alter forme di *crowdfunding* senza rendimento finanziario, quali il *reward* e *donation-based crowdfunding*: cfr. MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., p. 57; su questi cfr. Però MACCHIAVELLO e VALENTI, *Beyond the ECSPR and financial return: the Regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU*, ibidem, pp. 619; LAUDONIO, 'Le altre facce del "crowdfunding"', in *Dir. banca e interm. fin.* 2017, 2, 261; RENDA, *Donation-based crowdfunding, raccolte di fondi oblativo e donazioni 'di scopo'* (Giuffrè 2020).

⁴⁵ Cfr. HÄRKÖNEN, NEUMANN e HØJVANG CHRISTENSEN, cit., 765-783.

⁴⁶ La Proposta originaria della Commissione aveva incluso i contratti di *peer-to-peer lending* nel nuovo ambito di applicazione della Direttiva CCD ma le negoziazioni trilaterali sembravano aver invece portato ad una sua esclusione (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/09/consumer-protection-council-adopts-its-position-on-new-rules-for-consumer-credits/>); tuttavia, la versione di compromesso approvata da Parlamento e Consiglio il 2 dicembre 2022 re-introduce nuovamente il *consumer crowdfunding*: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/12/02/council-and-european-parliament-agree-to-improve-protection-for-consumers-applying-for-credit/>. In materia, cfr. MEZZACAPO, *Il nuovo regime*, cit., pp. 697-701; SCIARRONE ALIBRANDI e GROSSULE, *Crowdfunding and consumer credit protection in the EU*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 591-606; CHEREDNYCHENKO, *The proposal for a new EU Consumer Credit Directive: towards responsible lending in the digital age?*, in *Law and Financial Markets Review* 2022, <https://doi.org/10.1080/17521440.2022.2153611>.

regole di condotta e contratti, senza introdurre regimi autorizzativi armonizzati dotati di passaporto europeo, per cui rimarrebbero validi i regimi nazionali e quindi intermediari di *crowdfunding* diversi accanto al FESC.

Gli operatori di *invoice trading*, cioè che intermediano l'anticipazione di crediti collegati a fatture commerciali, risultano, anche per la diversità di modello rispetto al *lending crowdfunding*, non coperti al momento dalla nuova disciplina europea (lasciandosi l'eventuale successiva inclusione ad una decisione futura in sede di revisione del Regolamento), pur essendo il mercato simile, a livello economico e lato impresa, al *crowdfunding* alle imprese, restando perciò regolati diversamente (rispetto ai FESC e tra loro nei vari Stati)⁴⁷.

Incerto è anche il trattamento di offerte di *crowdfunding* quando coinvolgano l'emissione, conservazione e circolazione su *distributed ledger technology (DLT)*: il considerando 15 del Regolamento afferma l'esclusione dal regime delle *Initial Coin Offerings* (versione inglese) senza ulteriore spiegazione o definizioni. Tuttavia, la nuova definizione di strumenti finanziari (e quindi di valori mobiliari) inserita recentemente nella Direttiva MiFID II a seguito dell'adozione del *DLT-pilot regime* permette di ritenere inclusi nella nozione di valori mobiliari e quindi di prodotti coperti dal Regolamento 1503/2020 anche quelli emessi tramite *DLT* (escludendosi invece i *crypto-asset* di altra natura): in conseguenza, il tal caso il FESC potrebbe essere soggetto, qualora offrisse *DLT-securities* sia al Regolamento *crowdfunding* che a MiFID II o *DLT-pilot*⁴⁸. Peraltro, il Regolamento non precisa neppure, perlomeno sul piano di regole di condotta, come combinare le norme del regime *crowdfunding* con lo statuto speciale eventualmente detenuto qualora il soggetto possenga anche altre

⁴⁷ Cfr. MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., 495 ss.; ITALIAFINTECH e CHIOMENTI, cit., p. 6. Sull'*invoice trading*, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO, *La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field: l'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca, impresa e società* 2019, 3, 497-534. Su *invoice trading* e regolamento 1503/2020: MACCHIAVELLO, *The Scope of the ECSPR: the Difficult Compromise Between Harmonization, Client Protection and Level-Playing Field (Articles 1 & 2 (& 46, 48-49, 51))*, in MACCHIAVELLO, *Regulation* pp. 44-67; PIATTELLI e CARUSO, *Invoice trading and regulation: the case of Italy*, *ibidem*, pp. 607-618.

⁴⁸ ANNUNZIATA e DE ARRUDA, *Crowdfunding and DLTs: the imperative need for more clarity*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 565-577.

autorizzazioni, in particolare in caso di offerta di servizi variegata (servizi coperti dalla disciplina europea speciale e altri offerti in base a MiFID II o disciplina bancaria, ecc.): in tali due casi la figura di FESC come risultante dall'applicazione delle norme rilevanti è particolarmente incerta.

Inoltre, la figura di FESC, come tratteggiata dalle norme che lo regolano, sarà anche influenzata significativamente da norme o scelte normative e di vigilanza adottate a livello nazionale: oltre infatti al regime di responsabilità civile (cfr. §4.2), restano nella competenza nazionale le regole di *marketing* delle offerte, le sanzioni amministrative (benché gli aspetti armonizzati siano molteplici) e l'autorità nazionale di vigilanza (*home country*) avrà discrezionalità su aspetti rilevanti per il FESC quali costi e intensità della vigilanza in applicazione del principio di proporzionalità (dalle *fees* richieste alla frequenza e intensità dei controlli). Infine, benché il regime europeo sia di armonizzazione massima e quindi escluda in via di principio la possibilità per gli Stati membri di introdurre requisiti aggiuntivi (*gold plating rules*), oneri ulteriori sui FESC potrebbero derivare, oltre che da alcune discrezionalità espressamente contenute nel regolamento (v. notifica *ex ante* all'autorità del KIIS), anche da competenze nazionali (norme di diritto societario e riguardanti, ad esempio, gli statuti degli emittenti o restrizioni nell'offerta al pubblico da parte di certi tipi societari, con conseguente dovere di verifica da parte del fornitore di *crowdfunding*).⁴⁹

In conclusione, l'analisi del Regolamento 1503/2020 non sembra poter condurre ad identificare un'unica figura di nuovo intermediario europeo del *crowdfunding* ma ad "uno, nessuno e centomila": avremo infatti diverse figure dello stesso in dipendenza dei vari fattori sopra esaminati.

Il punto di partenza è comunque il FESC che offra *investment-based*

⁴⁹ In Spagna, ad esempio, si prevedeva l'obbligo di tenere assemblee societarie online. In Italia, il gestore doveva controllare l'inserimento, nello statuto dell'emittente, di certe clausole (v. *tag along*) ma tali requisiti non sembra siano stati mantenuti dal legislatore italiano con il recepimento del regolamento 1503/2020.

crowdfunding secondo il modello base, visto come un intermediario simile ad un'impresa di investimento ma soggetto a regime più leggero (giustificato da alcune caratteristiche peculiari del mercato e dalla volontà di bilanciare obiettivi di *policies* diversi), ibrido e innovativo (con soluzioni che non si rinvengono nella normativa tradizionale finanziaria) e affidamento limitato degli investitori che vengono avvertiti della diversità di tale investimento rispetto ad altre forme di risparmio. Tuttavia, il grado di doveri di protezione aumenta a seconda del tipo di prodotto e servizi offerti, a partire dalla facilitazione di prestiti, passando per *pricing/scoring*, fino ad arrivare alla gestione di portafogli di prestiti (servizi che creano un maggior affidamento dell'investitore ed una minor libertà di scelta dello stesso), con potenziali riflessi anche nel regime nazionale di responsabilità civile.

Le sfaccettature aumentano anche a seconda della sede (*home country*) o luoghi di distribuzione (*host country*), prevendendosi alcune discrezionalità nazionali significative (v. intensità della vigilanza, *marketing*, etc.). In tal senso, si è visto, saranno anche decisive le scelte nazionali in materia di responsabilità civile, che andranno a meglio definire i contorni del ruolo giocato dal FESC in particolare nella verifica delle informazioni trasmesse dal titolare di progetto. Ancora, la presenza di regimi nazionali coesistenti o di eventuali ulteriori autorizzazioni possedute dal FESC completeranno la molteplicità di immagini che il regolamento UE, in combinazione con le incertezze, discrezionalità e lacune lasciate, ci restituisce di tale nuovo intermediario.⁵⁰

A ben considerare, in un modello di *crowdfunding* in cui il soggetto vigilato si limita ad agevolare un contatto tra gli investitori e gli emittenti, non vi è la possibilità di controllare gli aspetti prudenziali dell'operatività attraverso la supervisione del

⁵⁰ Cfr. BANI - SIGNORINI, *Come governare la transizione del e nel mercato*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 342 ss., ove gli AA. si soffermano vorrebbero su alcune delle implicazioni che la transizione (nelle sue differenti rappresentazioni – dal digitale, all'ambientale (...)) è destinata ad avere sul e nel mercato, interrogandosi su quali comportamenti il mercato dovrebbe e potrebbe mettere in atto per rispondere alle esigenze di gestione dei fenomeni che lo stanno interessando dall'interno.

patrimonio del *crowdfunder*.⁵¹ Sicché, nel comparto in esame, le une e le altre funzioni della vigilanza dovrebbero tentare di prevenire (o perlomeno di attenuare) il rischio di contagio e le conseguenti esternalità negative, avendo riguardo alla tutela della fiducia riposta nel sistema finanziario.⁵² Sicché, appare possibile auspicare un'estensione degli interessi della vigilanza macroprudenziale anche alle dinamiche delle transazioni che si realizzano sulle piattaforme in parola e alle caratteristiche dei *software* che ne supportano in funzionamento, al fine di vigilare sul pericolo di *shock* comuni o correlati, nonché delle altre turbolenze che possono determinare un generale *riprezzamento* dei rischi ovvero altre forme di trascinamento delle anomalie da un comparto ad un altro.

Eugenia Macchiavello

*Ricercatrice di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Genova*

⁵¹ Si noti che, nell'ordinamento europeo, il paradigma della vigilanza prudenziale ha travalicato i confini del comparto bancario; cfr. BROZZETTI, *La riforma apprestata con l'“Investment firms regulation” e “directive” (Ifri/Ifd): prime osservazioni ruotanti intorno al nuovo assetto bipolare della regolazione europea e alla nuova definizione di ente creditizio. Commento a regolamento n. 2033 del 2019; direttiva n. 2034 del 2019*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, pt. 1, p. 391 ss.

⁵² Cfr. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2015, p. 31 ss.

ASPETTI DISCIPLINARI E DI MERCATO

IL GESTORE DI PORTALI. AUTORIZZAZIONE E VIGILANZA PRUDENZIALE *

(The crowdfunding service provider. Authorization and prudential supervision)

ABSTRACT: *This paper aims to offer a comprehensive overview of the authorization of crowdfunding service providers, encompassing both the licencing requirements and the procedure.*

In particular, the contribution endeavours to draw a reasoned comparison between the authorisation and prudential regime outlined in the Crowdfunding Regulation and the provisions set forth in other European Directives which concern the establishment of other regulated entities (among all, MiFID II, CRD V and PSD2), focusing on (i) the suitability requirements for the management and capital participants of crowdfunding platforms; (ii) the prudential requirements, and (iii) the internal organisation requirements. In this respect, the paper supports the view that, although deeply inspired by the existing framework for banks and investment firms, the Crowdfunding Regulation succeeded in designing a relatively light-touch regime in relation to crowdfunding service providers.

Furthermore, this paper outlines the main issues related to the implementation of the Crowdfunding Regulation in Italy, seeking to assess the consistency of the implementing provisions drafted by the national regulator with the simplified regime proposed at EU level.

SOMMARIO: 1. Premessa. - 2. Autorizzazione a prestare servizi di crowdfunding. Profili soggettivi e compatibilità con lo svolgimento di altre attività. - 3. Altri requisiti autorizzativi. Assetti proprietari, organizzazione interna e requisiti prudenziali. - 3.1. Requisiti dei partecipanti al capitale e degli

*Contributo approvato dai revisori.

I paragrafi 1, 2 e 3.4. sono da attribuire a Jasmine Mazza; i paragrafi 3.1. e 3.2. a Federica Nava; il paragrafo 3.3. a Giuseppe Calarco.

esponenti. - 3.2. Requisiti prudenziali. – 3.3. Requisiti di organizzazione interna. – 3.4. Procedura di autorizzazione. - 3.4.1. Autorità competenti. - 3.4.2. Struttura e termini del procedimento amministrativo.

1. Al fine di promuovere lo sviluppo di un mercato europeo del *crowdfunding*, superando la frammentazione a livello nazionale che aveva ostacolato lo *scale-up* delle piattaforme, il Regolamento Crowdfunding, secondo lo schema tipico della regolamentazione del settore finanziario, ha introdotto un regime armonizzato per l'autorizzazione dei prestatori di servizi di *crowdfunding*, che consente ai medesimi, a fronte dell'ottenimento dell'autorizzazione in uno stato Membro, di operare nell'ambito del regime c.d. di passaporto in tutti gli altri Paesi dell'Unione Europea.

In linea con le più recenti tendenze nell'ambito della regolamentazione delle attività finanziarie¹, il legislatore europeo ha scelto lo strumento del regolamento per disciplinare la prestazione di servizi di *crowdfunding*, che consente il massimo livello di armonizzazione, lasciando margini di discrezionalità minimi agli Stati membri.

In questo contesto, il presente contributo intende trattare il tema dell'autorizzazione dei fornitori di servizi di *crowdfunding* soffermandosi in particolare su due aspetti:

- (i) il rapporto del Regolamento Crowdfunding con le altre Direttive europee del settore finanziario e, in particolare, con la Direttiva MiFID II, considerato che appare quella con maggiori elementi in comune con il Regolamento Crowdfunding, trattandosi – in entrambi i casi – di atti legislativi volti a disciplinare soggetti che offrono ai propri clienti opportunità di

¹ Il legislatore europeo, negli ultimi anni, sta facendo sempre più ricorso allo strumento del Regolamento nell'ambito della regolamentazione delle attività finanziarie. Il riferimento è ad esempio ai seguenti Regolamenti: (i) Regolamento (UE) 2023/1114 del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività (“MiCA”); (ii) Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario; (iii) Regolamento (UE) 2015/760 del 29 aprile 2015 relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine.

investimento²;

- (ii) le specificità connesse all’attuazione del Regolamento Crowdfunding in Italia, con particolare riferimento al modo in cui le discrezionalità nazionali previste dal medesimo sono state esercitate, nonché alle aspettative di vigilanza comunicate dalle Autorità competenti in relazione a questi nuovi soggetti.

2. Ai sensi dell’articolo 3 del Regolamento Crowdfunding, l’autorizzazione può essere ottenuta unicamente da persone giuridiche stabilite nell’Unione Europea.

Se il requisito della personalità giuridica è indefettibilmente presente nella regolamentazione di settore, essendo connesso all’esigenza che le attività finanziarie siano svolte da un soggetto che abbia adeguata organizzazione e capacità finanziaria, il secondo rappresenta l’espressione, ancora una volta, delle tendenze più recenti del legislatore europeo.

Nell’ambito della regolamentazione dei servizi di investimento e dei servizi bancari, infatti, storicamente le direttive europee non impedivano l’accesso al mercato europeo di soggetti stabiliti in Paesi terzi, lasciando la decisione circa l’ammissione e l’eventuale regime applicabile a questi soggetti alla discrezionalità dei singoli Stati membri.

In tempi più recenti, si sta, invece, assistendo: (i) per le direttive “storiche”, a un tentativo di armonizzare il c.d. *third country regime* e di introdurre maggiori vincoli alla prestazione di servizi regolati da parte di soggetti aventi sede in Paesi non UE,

² Si è scelto di operare questo confronto con la Direttiva MiFID perché: (i) come espressamente chiarito dal Regolamento in esame al Considerando 10, i servizi di *crowdfunding*, quando hanno ad oggetto strumenti finanziari, consistono, essenzialmente, nella prestazione congiunta di due servizi d’investimento (la ricezione e trasmissione di ordini e il collocamento senza impegno irrevocabile, di cui, rispettivamente, di cui all’allegato I, sezione A, punti 1) e 7) della direttiva 2014/65/UE.), sicché, in assenza del Regolamento, i medesimi servizi dovrebbero essere prestati da una impresa di investimento autorizzata ai sensi della Direttiva MiFID, salva l’applicazione di esenzioni e perché, nella prospettiva del legislatore europeo, come si evince dal Considerando 1 (ii) il *lending crowdfunding* e l’*investment crowdfunding* sono considerati “*comparable funding alternatives*”.

come accaduto, ad esempio, in ambito MiFID³; e (ii) per gli atti legislativi volti ad armonizzare attività finanziarie “nuove”, all’esclusione *tout court* dal novero dei soggetti che possono ottenere l’autorizzazione a svolgere tale attività coloro che hanno sede in Paesi terzi, come accaduto, ad esempio, nel Regolamento MiCA⁴.

Tale requisito appare connesso ad una generale diffidenza dell’ordinamento europeo verso l’accesso al mercato dei capitali europeo da parte di soggetti di Paesi terzi, motivata – verosimilmente – dalle comprovate difficoltà di esercizio dei poteri di vigilanza nei confronti di soggetti privi di strutture decisionali all’interno dell’Unione Europea.

Ciò detto, il Regolamento non prevede ulteriori incompatibilità soggettive alla possibilità di ottenere l’autorizzazione a prestare servizi di crowdfunding.

È infatti espressamente previsto che: (i) i fornitori di servizi di crowdfunding autorizzati a norma del presente regolamento possono anche svolgere attività diverse da quelle coperte dall’autorizzazione, in conformità del pertinente diritto dell’Unione o nazionale applicabile⁵; e (ii) l’autorizzazione può essere ottenuta anche da soggetti che operano nel settore finanziario⁶.

Quanto al primo aspetto, giova rilevare che l’aspetto della compatibilità dello svolgimento di attività regolate con attività diverse è, tipicamente, aspetto che viene lasciato alla discrezionalità nazionale.

E in Italia, la scelta è storicamente ricaduta, per pressoché tutte le attività riservate, sul vincolo dell’oggetto sociale esclusivo, salva la possibilità di svolgere attività espressamente compatibili o connesse e strumentali⁷.

³ Cfr. artt. 39 e seguenti della MiFID.

⁴ Cfr. articolo 59, para. 2, del Regolamento MiCA, ove si prevede che “*i prestatori di servizi per le cripto-attività [...] hanno la sede legale in uno Stato membro in cui prestano almeno parte dei loro servizi per le cripto-attività. Hanno la loro sede di direzione effettiva nell’Unione e almeno uno degli amministratori è residente nell’Unione*”.

⁵ Cfr. art. 12, para. 13 del Regolamento Crowdfunding.

⁶ Cfr. art. 12, para. 14 del Regolamento Crowdfunding.

⁷ Si vedano, inter alia, (i) l’art. 10, para. 3, del Testo Unico Bancario per le banche; (ii) art. 18, para. 4, del Testo Unico della Finanza, per le SIM; (iii) l’art. 33 del Testo Unico della Finanza, per le SGR.

La norma europea, in questo caso, tuttavia, sembra impedire agli stati Membri di prevedere un vincolo di ordine generale all'oggetto sociale dei prestatori di servizi di crowdfunding, ammettendo unicamente che i medesimi non possano svolgere attività per cui è previsto l'oggetto sociale esclusivo o specifiche incompatibilità. Coerentemente, nell'attuazione del Regolamento Crowdfunding in Italia, il legislatore non ha posto alcun limite all'oggetto sociale di tali soggetti, creando una sorta di *unicum* nel panorama finanziario.

Quanto al secondo aspetto, deve evidenziarsi che la prestazione di servizi di crowdfunding è soggetta a previa autorizzazione anche quando il soggetto che intende intraprendere tale attività sia un soggetto già autorizzato a norma delle altre maggiori Direttive del settore finanziario (2009/110/CE, 2013/36/UE, 2014/65/UE o 2015/2366/UE).

Si tratta di una scelta legislativa di cui si fatica a comprendere la *ratio*, in particolare con riferimento a soggetti che sono già autorizzati a svolgere servizi di investimento, considerato che questi ultimi comportano rischi non dissimili da quelli connessi alle attività di crowdfunding. E del resto, in un'ipotesi simile, il legislatore europeo ha optato per un approccio opposto, che pare più equilibrato: in particolare, nel Regolamento MiCA, è previsto che le banche e i soggetti già autorizzati a svolgere servizi di investimento non siano soggetti all'obbligo di ottenere una nuova autorizzazione per prestare servizi connessi all'intermediazione di *crypto-assets*, dovendo più semplicemente comunicare all'Autorità competente l'estensione dell'operatività a tali nuovi servizi⁸.

Unica semplificazione concessa ai soggetti già vigilati è la possibilità di evitare di fornire informazioni o documenti che esso abbia già fornito al momento della presentazione della precedente domanda di autorizzazione, a condizione che tali informazioni o documenti restino aggiornati e siano accessibili all'autorità

⁸ Cfr. articolo 60 del Regolamento MiCA.

competente⁹.

3. L'ottenimento dell'autorizzazione come prestatore di servizi di *crowdfunding* è subordinato al rispetto di un ampio *set* di requisiti che sono, in amplissima misura, ispirati a quelli previsti dalle altre Direttive europee (ad esempio, la MiFID II, la CRD V, la PSD2, etc.) per la costituzione di soggetti regolati, seppure, come si vedrà, in una versione – talvolta significativamente – alleggerita¹⁰.

I principali requisiti possono essere classificati in tre macro-categorie: (i) requisiti di idoneità del *management* e dei partecipanti al capitale del prestatore dei servizi di *crowdfunding*; (ii) requisiti prudenziali; e (iii) requisiti di organizzazione interna.

3.1. L'art. 12 del Regolamento Crowdfunding, in linea con il regime tradizionalmente previsto per i soggetti che svolgono attività finanziarie, prevede che l'autorizzazione a prestare servizi di *crowdfunding* sia subordinata, tra l'altro, alla circostanza che:

- (i) gli esponenti aziendali del fornitore di tali servizi rispettino taluni requisiti di onorabilità, posseggano “sufficienti *conoscenze, competenze ed esperienza*” per condurre l'attività e all'impegno a dedicare un tempo sufficiente all'esercizio delle funzioni manageriali; e
- (ii) i soci che detengano una partecipazione significativa del capitale del prestatore di servizi di *crowdfunding* rispettino i soli requisiti di onorabilità.

Ferma restando questa architettura generale, volta ad assicurare che i soggetti

⁹ Cfr. articolo 12, para. 14, del Regolamento Crowdfunding.

¹⁰ Con riferimento alla comparazione con il regime Mifid 2 si veda anche LOUISSE e PASARIBU, “*Authorization and Supervision of Crowdfunding Service Providers*”, in “*The Eu Crowdfunding Regulation*”, a cura di ORTOLANI e LOUISSE, 2021 pp. 160-161. Secondo gli AA., infatti, “...*the authorization and supervision framework in the Crowdfunding Regulation is clearly inspired by MiFID II. In general, it is quite comparable*”. In particolare, si precisa che “*Proportionality seems therefore only to be accomplished with regard to some aspects of the authorization and supervision framework, while others are still comparable to MiFIDII*.”

coinvolti nelle attività connesse al comparto mobiliare abbiano un adeguato livello di affidabilità e di competenza, a presidio del regolare svolgimento delle attività finanziarie e della fiducia del pubblico nel sistema finanziario, gli specifici requisiti dettati per gli esponenti aziendali e, soprattutto, per i soci, paiono, salvo specifici aspetti, alleggeriti.

Anzitutto, quanto al perimetro di applicazione dei predetti requisiti, si osserva che il Regolamento Crowdfunding considera, ai fini della verifica dei requisiti di onorabilità, unicamente gli azionisti che detengono il 20 % o più del capitale sociale o dei diritti di voto del prestatore di servizi di crowdfunding¹¹. La soglia di partecipazione al capitale che fa scattare gli obblighi autorizzativi è, quindi, fissata più in alto rispetto a quanto previsto tipicamente per gli altri soggetti vigilati, in relazione ai quali il controllo dell'idoneità del candidato acquirente scatta con la detenzione di una partecipazione pari o superiore al 10% (oppure di una partecipazione che comporti la possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla gestione dell'impresa in cui si detiene la partecipazione).

Quanto, invece, al contenuto dei requisiti di onorabilità, per soci ed esponenti aziendali, e dei requisiti di competenza ed esperienza per gli esponenti, il quadro è particolarmente articolato.

In particolare, con riguardo ai requisiti di onorabilità, il Regolamento Delegato UE 2112/2022¹², che dà attuazione al Regolamento Crowdfunding sugli aspetti connessi all'iter autorizzativo (il "Regolamento Delegato") prevede che essi vengano valutati tenuto conto di informazioni relative ad aspetti sostanzialmente analoghi a

¹¹ Cfr. Art. 12, par. 3, lett. a) del Regolamento.

¹² Cfr. Art. 12, para. 3, lett. a) del Regolamento. La portata contenutistica dei requisiti di onorabilità e professionalità è meglio dettagliata nel Regolamento Delegato della Commissione Europea 2112 del 13 luglio 2022, all'interno della griglia che elenca tutte le informazioni da includere nella domanda di autorizzazione alla prestazione di servizi di crowdfunding, da fornire all'autorità di regolazione. In particolare, con riferimento all'onorabilità, i punti 12 e 13.9 della griglia specificano il contenuto puntuale della "proof of good repute" da fornire, rispettivamente, per degli azionisti che detengono direttamente o indirettamente il 20% o più del capitale sociale o dei diritti di voto, e per gli esponenti aziendali.

quelli presi in considerazione per le imprese di investimento¹³, ai medesimi fini, ovvero: (i) precedenti penali; (ii) indagini o procedimenti penali in corso e cause civili e amministrative pertinenti; (iii) rifiuto di un'autorizzazione, iscrizione o licenza; e (iv) rimozione da posizioni lavorative.

Si segnala unicamente che, in relazione ai precedenti penali, il Regolamento Crowdfunding appare (almeno potenzialmente) più rigido rispetto alla corrispondente normativa applicabile alle imprese di investimento, non limitandosi a richiedere di fornire informazioni su tali precedenti, per le valutazioni dell'Autorità competente, bensì di produrre un'attestazione ufficiale (o altro documento equivalente) che dimostri l'assenza di precedenti penali del socio o dell'esponente aziendale.

In questo quadro generale, pur senza far leva su una specifica discrezionalità nazionale sul punto, il legislatore italiano, in sede di attuazione del Regolamento Crowdfunding, è intervenuto per allineare, per quanto possibile, la disciplina dei requisiti di onorabilità a quella prevista per gli altri soggetti vigilati a livello domestico.

In particolare, ai sensi dell'art. 4 *sexies*.1 del TUF, comma 6, let. d) e f), in relazione ai partecipanti al capitale e agli esponenti aziendali delle piattaforme di crowdfunding, si applica "per quanto compatibile" quanto disposto, rispettivamente, dal D.M. 18 marzo 1998, n.144 e dal D.M. del 23 novembre 2020, n. 169, in forza dei richiami, rispettivamente all'articolo 25, comma 2, e 26, comma 3, del Testo Unico Bancario.

Si osserva che tali decreti ministeriali contengono alcune previsioni che non si limitano a dettagliare i criteri di valutazione dei requisiti di onorabilità ma pongono limitazioni ulteriori rispetto alla normativa comunitaria. Ad esempio, per i partecipanti al capitale, l'art. 1 del D.M. 144/1998 prevede l'interdizione dal diritto di per coloro che siano stati sottoposti a misure di prevenzione in relazione a un ampio

¹³ Cfr. Art. 5 del Regolamento Delegato (UE) 2017/1946.

set di reati.

D'altra parte, il rinvio del TUF alla disciplina applicabile agli altri intermediari vigilati opera, come detto, "per quanto compatibile"; formula che sembra ragionevole interpretare come una "clausola di salvaguardia" rispetto alla conformità della normativa italiana al regime europeo applicabile ai fornitori di servizi di crowdfunding, che definisce norme direttamente applicabili, in un contesto di armonizzazione massima.

Ciò considerato, l'applicazione della disciplina sui requisiti di onorabilità nell'ambito in esame non può prescindere da una verifica di compatibilità delle disposizioni domestiche con il quadro europeo. Si tratta di un esercizio interpretativo, non sempre agevole, lasciato agli operatori e alle Autorità di vigilanza, la cui difficoltà sarà ancor più acuita quando, per i partecipanti al capitale, il D.M. 144/1998 sarà sostituito dal nuovo decreto ministeriale attuativo dell'art. 25 del TUB, attualmente in consultazione¹⁴, che contiene una disciplina particolarmente articolata in relazione ai requisiti di onorabilità. In effetti, in assenza di una discrezionalità nazionale in relazione a questi aspetti contenuta nel Regolamento Crowdfunding, ci si deve domandare in che misura regole nazionali di maggiore dettaglio siano compatibili con il *framework* europeo e con il suo obiettivo di creare un *level playing field* nel mercato interno.

Un tema analogo si pone anche in relazione agli ulteriori requisiti applicabili agli esponenti aziendali, ovvero quelli riguardanti la professionalità e il *time commitment*. Anche in questo caso, infatti, la disciplina europea è stata oggetto di specificazione a livello domestico, in questo caso tramite il ricorso però a due diversi

¹⁴Cfr. Schema di Decreto Ministeriale recante il Regolamento in materia di requisiti di onorabilità e criteri di competenza e correttezza dei partecipanti al capitale delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi minori, degli istituti di moneta elettronica e degli istituti di pagamento, ai sensi degli articoli 25, 110 comma 1-ter, [omissis], del Decreto legislativo 1 settembre 1993, n.385. Lo schema è disponibile all'indirizzo https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_publiche/Schema-di-DM-requisiti-dei-partecipanti-TUB_finale-per-consultazione.pdf. La consultazione è terminata il 27 maggio 2022 e i risultati della stessa sono ancora in elaborazione.

strumenti.

In primis, come per i requisiti di onorabilità, a livello di normativa primaria, è stato operato un rinvio alla disciplina prevista per le SIM in materia di valutazione dell'idoneità degli esponenti e di limiti al cumulo degli incarichi¹⁵. Anche in questa ipotesi, il rinvio opera nei limiti della compatibilità delle regole ivi previste con il quadro normativo europeo in materia di crowdfunding, creando le medesime difficoltà sul piano interpretativo.

Inoltre, la Banca d'Italia, negli Orientamenti di vigilanza in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding per le imprese pubblicati nel 2023¹⁶ (di seguito, gli "**Orientamenti di Vigilanza**"), ha fornito talune indicazioni in merito alla valutazione dei requisiti di professionalità e del *time commitment* degli esponenti aziendali, per i fornitori di servizi di crowdfunding che non siano già soggetti vigilati.

In particolare, gli Orientamenti chiariscono, ad esempio, che: (i) con riferimento ai requisiti di onorabilità, dovrebbe prendere in considerazione la conoscenza teorica, acquisita attraverso gli studi e la formazione, e l'esperienza pratica, conseguita nello svolgimento di attività lavorative precedenti o in corso, facendo riferimento ad esempio ai parametri di comprovata esperienza individuati nella abrogata disciplina in materia di requisiti di professionalità adottata dalla Consob in attuazione del previgente art. 50-*quinquies* del TUF e tenendo conto dei compiti da assegnare all'esponente e delle dimensioni, complessità operativa e mercato di riferimento del fornitore di servizi di crowdfunding; e (ii) con riguardo al requisito della disponibilità di tempo, si prevede che il prestatore di servizi di crowdfunding debba comunicare all'esponente il tempo stimato come necessario per l'efficace svolgimento del suo incarico, ai fini delle sue valutazioni circa il *time*

¹⁵ In forza del rinvio operato dal già citato art. 4 *sexies*.1 TUF, all'art. 13, commi 5 e 6 TUF.

¹⁶ Il testo definitivo degli Orientamenti di Vigilanza, pubblicato il 2 agosto 2023, insieme al resoconto della consultazione e al testo della consultazione stessa sono disponibili all'indirizzo <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/consultazioni/2023/crowdfunding/index.html>.

*commitment*¹⁷.

In questo caso, il coordinamento con il quadro europeo è realizzato non tramite la previsione di una “clausola di salvaguardia” che limiti l’applicazione della disciplina domestica alle previsioni compatibili con il Regolamento Crowdfunding, bensì prevedendo che gli Orientamenti di Vigilanza non abbiano portata vincolante per i fornitori di servizi di servizi di crowdfunding.

D’altra parte, occorre evidenziare che gli Orientamenti Vigilanza, pur non obbligatori, costituiscono un forte strumento di *moral suasion* nei confronti dei fornitori di servizi di crowdfunding: è infatti previsto che i medesimi comunichino, in fase di autorizzazione e, successivamente, nell’ambito dell’informativa resa su base periodica tramite la relazione sulla struttura organizzativa, l’intenzione di adottare misure diverse da quelle indicate negli Orientamenti per rispettare la disciplina loro applicabile, per le valutazioni della Banca d’Italia che, in ipotesi di misure ritenute non risultano efficaci ed adeguate per assicurare il rispetto della disciplina applicabile, può adottare i provvedimenti di vigilanza previsti dalla legge. Ne deriva che i fornitori di servizi di *crowdfunding* hanno evidentemente un forte incentivo ad aderire volontariamente agli Orientamenti di Vigilanza.

Ciò detto, nonostante il tentativo del legislatore domestico di avvicinare la disciplina dei requisiti dei partecipanti al capitale e degli esponenti aziendali dei fornitori di servizi di crowdfunding a quella degli altri soggetti vigilati, si deve tuttavia osservare che, anche in virtù delle limitazioni poste a livello europeo, il regime applicabile nell’ambito in esame appare complessivamente più “leggero” rispetto a quello degli altri soggetti.

Basti pensare alla circostanza, per i partecipanti al capitale delle SIM, l’art. 14 del TUF oltre ai requisiti di onorabilità, per la valutazione dell’idoneità dei medesimi siano valutati anche: *i) criteri di competenza*, graduati in relazione all’influenza esercitabile dal partecipante al capitale sulla gestione dell’impresa di investimento,

¹⁷ Cfr. para. 2.1. degli Orientamenti di Vigilanza.

nonché *ii) criteri di correttezza*, che devono tenere conto, tra l'altro, delle relazioni d'affari dell'azionista o socio qualificato, della condotta da questi tenuta nei confronti delle autorità di vigilanza e delle sanzioni o misure correttive da queste irrogate, nonché di ogni altro elemento suscettibile di incidere sulla correttezza del titolare della partecipazione¹⁸. Tali aspetti invece non sono (e non possono essere, considerato il quadro europeo) oggetto di scrutinio, nel caso di partecipanti al capitale di fornitori di servizi di crowdfunding.

3.2. L'Art. 11 del Regolamento Crowdfunding prevede che i fornitori di servizi di *crowdfunding* dispongono, in ogni momento, di presidi prudenziali per un importo pari almeno all'importo più elevato tra i seguenti: a) 25 000 EUR; e b) un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente, riesaminate annualmente, che devono comprendere il costo di gestione dei prestiti per tre mesi qualora il fornitore di servizi di crowdfunding sia attivo (anche) nel *lending crowdfunding*.

Inoltre, l'articolo in parola ammette che tale *target* prudenziale sia raggiungibile non solo attraverso fondi propri, ma anche per effetto di una polizza assicurativa che copra i territori dell'Unione in cui le offerte di crowdfunding sono commercializzate (oppure di una combinazione dei due presidi).

Ferma restando l'inapplicabilità di tale disciplina ai prestatori di servizi di *crowdfunding* che siano soggetti alle più stringenti previsioni prudenziali di settore (e.g. banche, imprese di investimenti, istituti di pagamento, etc.)¹⁹, i requisiti

¹⁸In relazione a tali requisiti, tuttavia, la normativa primaria non ha ancora avuto attuazione. Il MEF ha posto in consultazione uno schema di Decreto ministeriale recante il regolamento in materia di requisiti di onorabilità e criteri di competenza e correttezza dei partecipanti al capitale delle SIM, SGR, SICAF e SICAV ai sensi degli articoli 14 e 15 del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n.58, disponibile al seguente indirizzo <https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_pubbliche/Schema-di-DM-requisiti-dei-partecipanti-TUF_finale-per-consultazione.pdf>. La relativa consultazione del MEF si è conclusa il 27 maggio 2022, i risultati sono in elaborazione.

¹⁹ Ad essi continueranno quindi ad applicarsi le previsioni del regolamento (UE) n. 575/2013 [“CRR”] o del regolamento (UE) 2019/2033 [“IFR”] nonché, in caso di IMEL e IP, la direttiva (UE) 2015/2366 [“PSD2”].

prudenziali paiono uno dei maggiori elementi di *favor* verso questo settore, se comparati con i corrispondenti requisiti applicabili ad operatori che prestano servizi corrispondenti a quelli delle piattaforme, con modalità non digitali (con l’eccezione di alcuni fornitori di servizi di *social lending*).

In proposito, occorre distinguere tra le due diverse anime dei servizi di *crowdfunding*: il *lending crowdfunding* e l’*investment crowdfunding*.

Il maggiore beneficio prudenziale è sicuramente riscontrabile per coloro che svolgono l’attività di *investment-based crowdfunding*.

Secondo quanto espressamente indicato nel Considerando 10 del Regolamento Crowdfunding, il servizio di *investment-based crowdfunding* è assimilabile allo svolgimento contestuale di due servizi di investimento, ossia, da un lato, nei confronti dei *project owners*, il “collocamento senza impegno irrevocabile²⁰ di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding”, e dall’altro, nei confronti dei clienti, la “ricezione e trasmissione di ordini relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding”.

Ebbene, per la prestazione di tali servizi, il Regolamento (UE) 2019/2033 (“IFR”) e la Direttiva (UE) 2019/2034 (“IFD”)²¹ prevedono, per le imprese di investimento, un capitale minimo di 75.000 Euro, pari quindi al triplo di quanto richiesto dal Regolamento Crowdfunding, cui si aggiungono regole prudenziali (più stringenti e articolate di quelle previste dal Regolamento Crowdfunding) in materia di fondi propri²².

Quanto al *lending crowdfunding*, tale attività – quando svolta con modalità non digitali – non è armonizzata a livello europeo.

In Italia, tale attività appare parzialmente riconducibile alla mediazione creditizia, che consiste nel mettere in relazione, anche attraverso attività di

²⁰ di cui all’allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE.

²¹ Per una disamina più approfondita della normativa prudenziale delle imprese di investimento, si veda VARANI, *Il nuovo framework regolamentare delle SIM, Approfondimenti Diritto Bancario.it*, disponibile all’indirizzo <https://www.dirittobancario.it/art/il-nuovo-framework-regolamentare-delle-sim/>.

²² Cfr. artt. 9 e ss. dell’IFR.

consulenza, banche o intermediari finanziari con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma²³. Lo svolgimento di tale attività è riservato a soggetti iscritti nell'apposito elenco OAM, previsto dall'art. 128 *undecies* del TUB. La sovrapposizione è ovviamente parziale perché nel *lending crowdfunding* il soggetto che eroga il finanziamento può essere anche diverso da una banca o da un intermediario finanziario.

Per l'esercizio dell'attività di mediazione creditizia, non sono strettamente previsti requisiti prudenziali, tuttavia, è richiesto un capitale sociale versato minimo non inferiore a quello obbligatorio per le società per azioni, ovvero Euro 50.000,00, oltre alla stipula di una polizza assicurativa per i danni eventualmente provocati nell'esercizio della professione. Si tratta quindi di un capitale minimo doppio rispetto a quello previsto per le piattaforme di *lending crowdfunding*.

D'altra parte, quando l'attività di mediazione creditizia con modalità non digitali è svolta mettendo in relazione finanziatori diversi da banche e intermediari finanziari con la potenziale clientela, essa costituisce un'attività libera, non soggetta ad alcuna autorizzazione, fermo il rispetto del principio generale, dettato dalle Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche della Banca d'Italia²⁴, secondo cui i soggetti non bancari non possono raccogliere fondi per un ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori.

Questo è l'unico (molto limitato) caso in cui lo svolgimento di attività analoghe a quelle regolate dal Regolamento Crowdfunding è soggetto a un regime meno stringente rispetto a quello dettato per le piattaforme di *crowdfunding*.

3.3. Rispetto alle Direttive del settore bancario e finanziario, il Regolamento Crowdfunding dedica soltanto pochi articoli alla definizione dei requisiti organizzativi

²³ Cfr. art. 128 *sexies* del TUB.

²⁴ Cfr. Disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche (2017), Sez. IX in materia di social lending.

che i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono rispettare, al fine di ottenere e mantenere l'autorizzazione ad operare. Il Regolamento, infatti, si limita a tratteggiare, salvo qualche eccezione²⁵, regole generali in materia di gestione sana e prudente, esternalizzazione, gestione dei reclami, senza disciplinare nel dettaglio, ad esempio, il sistema dei controlli interni, le politiche di remunerazione, i presidi per la gestione dei rischi o il contenuto dei contratti di esternalizzazione.

A fronte di tale scelta di regolamentazione per principi, si richiede, tuttavia, che il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* fornisca in sede di istanza una descrizione puntuale dei presidi organizzativi interni volti a garantire il rispetto delle regole di condotta previste dal regolamento²⁶. In particolare, l'istanza dovrà contenere informazioni dettagliate in merito ai dispositivi di governance ed ai meccanismi di controllo interno, alla gestione dei rischi ed alle procedure contabili.

Per quanto attiene al primo degli aspetti sopra considerati, occorre, in particolare, fornire una descrizione dell'organizzazione interna del richiedente, ad esempio attraverso l'allegazione dell'organigramma aziendale, con indicazione della ripartizione dei compiti, dei poteri, dei rapporti gerarchici pertinenti, e dei dispositivi di controllo adottati, nonché delle altre eventuali informazioni utili a illustrare le caratteristiche operative del richiedente. Più in generale, si prevede che il richiedente fornisca una descrizione delle politiche e delle procedure da questi applicate per garantire una gestione efficace e prudente. Infine, deve fornirsi l'eventuale piano di assunzioni per i tre anni successivi e del relativo stato di attuazione (oppure, in alternativa, l'indicazione del personale in servizio responsabile dell'espletamento dei servizi)²⁷.

Con riguardo ai meccanismi di controllo interno, il richiedente dovrà dare conto dei presidi adottati al fine di monitorare e garantire la conformità delle proprie

²⁵ Ci si riferisce in particolare alle norme in materia di conflitti d'interesse. In particolare, regole più stringenti rispetto all'architettura Mifid sono stabilite con riguardo all'auto-collocamento e al collocamento presso soggetti terzi collegati. Cfr. art. 8 del Regolamento Crowdfunding ed il Regolamento delegato (UE) 2022/2111 della Commissione del 13 luglio 2022.

²⁶ Cfr. artt. 4 e ss del Regolamento Crowdfunding.

²⁷ Cfr. punto 6.1 della griglia allegata al Regolamento Delegato.

procedure alla normativa rilevante, tra cui, ad esempio, l'eventuale istituzione delle funzioni di controllo di secondo livello (compliance, risk management)²⁸. L'aspirante fornitore di servizi di crowdfunding dovrà inoltre aver cura di identificare, mappare ed indicare i rischi correlati allo svolgimento dell'attività, ai processi ed ai sistemi, fornendo altresì una descrizione delle politiche e procedure volte ad individuare, gestire e monitorare tali rischi²⁹.

Si rammenta inoltre che, oltre ad una descrizione dei presidi governance propriamente intesi, la disciplina europea prevede l'indicazione di tutta una serie di informazioni di dettaglio relative alla gestione ed al trattamento dei dati personali³⁰, alla gestione dei rischi operativi³¹ ed alla predisposizione del piano di continuità

²⁸ Cfr. punto 6.2 della griglia allegata al Regolamento Delegato.

²⁹ Cfr. punto 6.3 della griglia allegata al Regolamento Delegato. Nello specifico, il richiedente, laddove intenda offrire il servizio di gestione individuale di prestiti, dovrà fornire una descrizione delle procedure e metodologie interne di cui all'articolo 6, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2020/1503 e, nel caso in cui abbia deciso di istituire e gestire un fondo a copertura dei rischi per la sua attività, una descrizione del contenuto della politica del fondo, secondo quanto disposto dall'articolo 6, paragrafo 5, lett. b) del regolamento.

³⁰ L'istanza deve contenere una descrizione dei sistemi, delle risorse e delle procedure per il controllo e la protezione del sistema di trattamento dei dati. Cfr. punto 7 della griglia allegata al regolamento delegato. In particolare, nella domanda devono essere fornite informazioni riguardo le modalità interne adottate per garantire il corretto trattamento dei dati personali e delle informazioni ricevute dagli investitori, compreso il ricorso a servizi di cloud, la politica in materia di prevenzione delle frodi e di protezione dei dati/tutela della sfera privata e del luogo, i metodi e le politiche di archiviazione della documentazione, compreso il ricorso a servizi di cloud.

³¹ Con riguardo alla descrizione sui rischi operativi, il legislatore Ue ha previsto al punto 8 della griglia allegata al Regolamento delegato una serie abbastanza articolata di informazioni suddivisa in base alla tipologia di rischi ritenuti dal legislatore di particolare rilievo per i prestatori di servizi di Crowdfunding. Nello specifico, un primo cluster è rappresentato dai rischi connessi all'infrastruttura informatica e alle relative procedure. A tal riguardo, il candidato fornitore dovrà fornire una descrizione delle fonti di rischi operativi individuate e delle procedure, dei sistemi e dei controlli adottati per la gestione di tali rischi (affidabilità dei sistemi, sicurezza, integrità, riservatezza ecc.), tra cui, in particolare, a) le procedure per evitare interruzioni operative; b) i dispositivi di back-up in essere; c) le misure relative agli strumenti di protezione contro la pirateria informatica. Rilevano inoltre il rischio connesso alla determinazione dell'offerta e, ove forniti, i rischi connessi ai servizi di custodia delle attività e ai servizi di pagamento. Inoltre, nel caso in cui il richiedente intenda affidarsi a terzi per lo svolgimento di funzioni operative, occorrerà procedere alla descrizione delle fonti dei rischi operativi connessi all'esternalizzazione di tali funzioni, mediante l'individuazione e descrizione delle procedure, dei sistemi e dei controlli adottati per la gestione di tali rischi. Infine, in via residuale, viene fatto obbligo di indicare qualsiasi altra fonte di rischi operativi individuata e le procedure, i sistemi, e i controlli adottati dal richiedente per la gestione di tali rischi.

operativa³².

Infine, viene richiesto di fornire apposite informazioni riguardanti le norme interne adottate per la gestione del conflitto di interessi³³, gli accordi di esternalizzazione³⁴, le procedure per il trattamento dei reclami dei clienti³⁵ e quelle volte a verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento³⁶, nonché quelle attinenti ai limiti di investimento per gli investitori non sofisticati di cui all'articolo 21, paragrafo 7³⁷.

Rispetto a quanto previsto per le imprese di investimento dal Regolamento Delegato (UE) 2017/1943, l'approccio seguito dalla Commissione Europea con il

³² Per quanto attiene al piano di continuità operativa, il punto 11 della griglia allegata al Regolamento delegato chiarisce che esso si sostanzia nella descrizione delle misure e delle procedure che garantiscono, in caso di fallimento del candidato fornitore di servizi di crowdfunding, la continuità della prestazione di servizi essenziali connessi agli investimenti esistenti e la buona amministrazione degli accordi tra il candidato e i suoi clienti, comprese, se del caso, le disposizioni per la gestione continuativa dei prestiti in essere, la notifica ai clienti e il trasferimento delle modalità di custodia delle attività.

³³ Cfr. punto 14 della griglia allegata al Regolamento delegato.

³⁴ Si richiede di fornire una serie di informazioni puntuali relative agli accordi di esternalizzazione (cfr. punto 15 griglia allegata al regolamento delegato. Esse si sostanziano in una descrizione de: a) le funzioni operative che il richiedente prevede di esternalizzare, compresi i servizi di cloud; b) i soggetti terzi a cui saranno esternalizzate le funzioni operative (ove tali informazioni siano disponibili), comprese l'indicazione della loro sede e una sintesi degli accordi di esternalizzazione qualora il soggetto terzo sia ubicato in un paese terzo (ove tali informazioni siano disponibili); c) le modalità interne e le risorse assegnate al controllo delle funzioni esternalizzate; d) gli accordi sul livello dei servizi conclusi con i fornitori di servizi

³⁵ Cfr. punto 16 della Griglia allegata al regolamento delegato. In particolare, si segnala la necessità di fornire un'indicazione del termine entro cui la decisione relativa al reclamo sarà comunicata ai potenziali autori del reclamo, come stabilito nel regolamento delegato (UE) 2022/2117 della Commissione.

³⁶ Cfr. punto 18 della Griglia allegata al regolamento delegato.

³⁷ Cfr. p. 19 della Griglia allegata al regolamento delegato. A tal riguardo, viene richiesto di fornire una descrizione delle procedure adottate al fine di: a) valutare se i servizi di crowdfunding offerti, e quali di essi, siano appropriati, compresi dettagli sulle informazioni richieste agli investitori non sofisticati circa l'esperienza, gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di crowdfunding, come stabilito all'articolo 21, paragrafi 1 e 2, del regolamento (UE) 2020/1503; b) condurre la simulazione che i potenziali investitori non sofisticati devono effettuare in merito alla loro capacità di sostenere perdite di cui all'articolo 21, paragrafo 5, del regolamento (UE) 2020/1503; c) fornire le informazioni di cui all'articolo 21, paragrafo 4, del regolamento (UE) 2020/1503. Da ultimo, si richiede una descrizione delle procedure adottate in relazione ai limiti di investimento per gli investitori non sofisticati, compresa la descrizione del contenuto della specifica segnalazione di rischio e delle modalità per ottenere il consenso esplicito dell'investitore.

Regolamento Delegato (UE) 2022/2112 sembra essere, in effetti, ispirato dalla volontà di specificare con un maggiore grado di dettaglio il contenuto delle informazioni relative all'organizzazione interna da fornire all'atto della presentazione della richiesta di autorizzazione. Infatti, a fronte di un unico articolo contenuto nel Regolamento 2017/1943, il legislatore europeo ha ritenuto preferibile procedere alla precisazione delle informazioni da fornire attraverso la predisposizione di un'apposita griglia allegata al regolamento³⁸.

La diversità di approccio emerge chiaramente dal confronto tra i due testi normativi: a titolo di esempio, la normativa sul crowdfunding richiede, *inter alia*, la specificazione dell'eventuale piano di assunzioni per i tre anni successivi e del relativo stato di attuazione, oppure l'indicazione del personale in servizio responsabile dell'espletamento dei servizi³⁹. L'analogia previsione applicabile ai prestatori di servizi di investimento contenuta all' art. 6 paragrafo 1, lett. c), ii) del Regolamento 1943/2017 appare, invece, più generica, richiedendo semplicemente l'indicazione *“delle risorse (in particolare umane e tecniche) assegnate alle varie attività previste”*.

Un'altra differenza di rilievo attiene al tema dell'esternalizzazione di funzioni: mentre il Regolamento Delegato (UE) 2022/2112, oltre a specificare che i servizi di cloud rientrano tra le funzioni operative che, se esternalizzate, devono essere indicate nella domanda, prevede, nel caso in cui il soggetto terzo a cui siano esternalizzate le funzioni sia ubicato in un paese terzo e (ove tali informazioni siano disponibili) la predisposizione di una sintesi degli accordi di esternalizzazione, il Regolamento 1943/2017 si limita a richiedere la predisposizione di *“un elenco dei contratti conclusi o previsti con fornitori e risorse esterni (in particolare, umane e tecniche e il sistema di controllo interno) assegnate al controllo delle funzioni, dei*

³⁸In particolare, Cfr. art. 6 del Regolamento delegato (UE) 2017/1943 rubricato “Informazioni sull'organizzazione dell'impresa”.

³⁹ Cfr. p. 6.1 della griglia allegata al regolamento.

servizi e delle attività esternalizzati”⁴⁰.

Per quanto attiene alla gestione dei rischi, il Regolamento 1943/2017, all’articolo 6, para, 1 lett. h) stabilisce che il candidato acquirente deve fornire all’autorità competente a rilasciare l’autorizzazione informazioni sui sistemi di gestione dei rischi (sistema di monitoraggio, audit interni e le funzioni di consulenza e assistenza) e sui sistemi per valutare e gestire i rischi di riciclaggio di denaro e finanziamento del terrorismo. Diversa, anche in questo caso, risulta la scelta operata con riguardo al Regolamento Delegato (UE) 2022/2112, in quanto il legislatore europeo ha deciso di non rimettere interamente al candidato fornitore l’individuazione dei rischi rilevanti, ma si è incaricato di individuare una serie specifica di rischi, e delle relative informazioni da fornire nell’ambito della procedura di autorizzazione, ritenuti di particolare rilevanza per l’attività dei fornitori di servizi di crowdfunding⁴¹.

La scelta di richiedere un maggiore livello di dettaglio nell’istanza di autorizzazione appare coerente con la circostanza che le regole dettate dal Regolamento Crowdfunding in materia di organizzazione e procedure interne, nonché i requisiti prudenziali applicabili ai fornitori di servizi di *crowdfunding* sono meno stringenti e dettagliate rispetto a quelle previste per le imprese di investimento, sicché l’Autorità di vigilanza ha necessità di ricevere un quadro più completo e preciso dell’operatività dei medesimi, per valutarne l’adeguatezza rispetto all’obiettivo di assicurare che la gestione delle piattaforme sia sana e prudente, tenuto conto del principio di proporzionalità.

A livello domestico, tuttavia, la Banca d’Italia, con gli Orientamenti di Vigilanza, ha almeno parzialmente rimodellato l’approccio definito a livello europeo, riavvicinandolo a quello “tradizionale”, che prevede una disciplina dettagliata e capillare dell’organizzazione interna dei soggetti vigilati.

Gli Orientamenti, infatti, contengono specifiche aspettative di vigilanza in

⁴⁰ Cfr. Articolo 6, para 1, lett. e).

⁴¹ Cfr. nota. n. 9.

materia, ad esempio, di flussi informativi nei confronti degli organi aziendali, processo di gestione dei rischi, controlli interni ed esternalizzazione.

Come detto, seppure tali Orientamenti non siano vincolanti, essi costituiscono un rilevante mezzo di *moral suasion*, tenuto conto che ogni divergenza dai medesimi richiede un'informativa alla Banca d'Italia, corredata da una illustrazione delle ragioni del mancato adeguamento alle linee guida dell'Autorità.

Ciò considerato, nel contesto della consultazione sugli Orientamenti di Vigilanza, gli operatori del mercato hanno lamentato la circostanza che l'Autorità abbia surrettiziamente introdotto un regime più complesso e strutturato, o comunque meno flessibile, rispetto al quadro definito dal Regolamento,

In particolare, le principali critiche mosse al documento in consultazione hanno riguardato l'invito rivolto agli operatori di mercato di valutare l'opportunità di istituire un organo di controllo collegiale o monocratico e la previsione in capo al fornitore di servizi, in caso di esternalizzazione di funzioni operative importanti, dell'onere di dimostrare che il soggetto terzo è qualificato e capace di esercitare le funzioni esternalizzate con la diligenza richiesta alla natura dell'incarico, anche in relazione alla numerosità degli incarichi assunti, nonché la previsione dell'individuazione all'interno e della struttura aziendale di un responsabile del controllo delle funzioni esternalizzate, provvisto delle necessarie competenze⁴².

Secondo coloro che hanno risposto alla consultazione, tali indicazioni, seppure non formalmente cogenti, introducono di fatto maggiori vincoli per i fornitori di servizi di *crowdfunding* italiani, creando una situazione di disparità concorrenziale rispetto agli operatori esteri⁴³. Disparità che, peraltro, appare particolarmente significativa in un mercato che, per la sua natura digitale, rende particolarmente

⁴² Cfr. Cfr. Tavola di resoconto alla consultazione sugli Orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding, p. 2 ss.

⁴³ Cfr. Tavola di resoconto alla consultazione sugli Orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding, p.1.

agevole l'ingresso nel mercato italiano di operatori autorizzati in altri stati membri dell'Unione Europea. Ciò in spregio alle finalità di armonizzazione massima perseguita con l'adozione dello strumento del Regolamento⁴⁴.

Nonostante tali osservazioni, la Banca d'Italia ha comunque deciso di adottare gli Orientamenti di Vigilanza, che costituiscono ora un punto di riferimento per i candidati fornitori di servizi di *crowdfunding* che intendono richiedere l'autorizzazione in Italia.

Resta da determinare se, come paventato dagli operatori del mercato, la scelta della Banca d'Italia di adottare un approccio, nella sostanza, maggiormente prescrittivo con riguardo ai requisiti organizzativi applicabili ai fornitori di servizi di *crowdfunding* determinerà effettivamente una minore attrattività dell'Italia come Paese in cui richiedere l'autorizzazione ad operare, spingendo piattaforme che si rivolgono (anche) al mercato italiano ad insediarsi in altri Paesi e a prestare i propri servizi in Italia su base *cross-border*, in virtù del regime di "passaporto" previsto dal Regolamento Crowdfunding.

3.4.1.L'art. 29 del Regolamento Crowdfunding demanda agli Stati membri il compito di designare l'Autorità (o le Autorità) competenti per la vigilanza sui fornitori di servizi di crowdfunding.

In Italia, nel solco della tradizionale ripartizione dei poteri di vigilanza, il legislatore ha deciso di designare quali Autorità competenti per questo tipo di soggetti, la Banca d'Italia e la Consob, ciascuna per i profili di competenza *ratione materiae*.

In particolare, ai sensi dell'art. Art. 4-sexies.1 del TUF, alla Banca d'Italia sono assegnati poteri di vigilanza sugli aspetti prudenziali e organizzativi, tra cui l'adeguatezza patrimoniale, i requisiti dei partecipanti al capitale e degli esponenti, i controlli interni, etc.), mentre alla Consob sono attribuiti poteri connessi alla tutela

⁴⁴ Cfr. Cfr. Tavola di resoconto alla consultazione sugli Orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding, p.1

della clientela, tra cui la trasparenza e correttezza nei rapporti con i medesimi.

Per quanto specificamente riguarda il procedimento di autorizzazione, l'Autorità competente a ricevere l'istanza e a concedere l'autorizzazione è, in linea generale, la Consob. Tuttavia, quest'ultima, ai fini del rilascio dell'autorizzazione deve sentire la Banca d'Italia, per le valutazioni relative ai profili organizzativi e prudenziali.

In deroga a tale regola generale, il procedimento è invece guidato dalla Banca d'Italia quando il soggetto che richiede l'autorizzazione è una banca, un istituto di pagamento, un istituto di moneta elettronica o un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106, considerato che si tratta di soggetti già vigilati dalla stessa Banca d'Italia. Specularmente a quanto accade per i procedimenti di autorizzazione "ordinari", la Banca d'Italia deve comunque sentire la Consob ai fini del rilascio dell'autorizzazione, per le sue valutazioni in ordine ai profili di *customer protection*.

3.4.2. Salva, come appena detto, l'individuazione della (o delle) Autorità competenti, il Regolamento Crowdfunding armonizza nel dettaglio il procedimento di autorizzazione dei fornitori di servizi di crowdfunding⁴⁵.

Il procedimento prende avvio con la trasmissione, da parte del candidato fornitore di servizi di crowdfunding, all'Autorità competente di un'istanza recante un articolato set di informazioni e documenti, volto a dimostrare il rispetto da parte del medesimo dei requisiti di governance, organizzativi e prudenziali cui, come detto, l'autorizzazione è subordinata e a fornire un quadro esaustivo delle attività del fornitore.

La valutazione dell'istanza da parte dell'Autorità competente si articola in due fasi: (i) la verifica della completezza dell'istanza di autorizzazione; e (ii) la valutazione

⁴⁵ Cfr. art. 12, para. 4 e ss, del Regolamento Crowdfunding.

circa il rispetto dei requisiti stabiliti dal Regolamento per ottenere l'autorizzazione.

Alla fase della verifica della completezza, è assegnato un termine piuttosto ampio, di 25 giorni lavorativi. In questo termine, l'Autorità, qualora valuti l'istanza incompleta, può richiedere al candidato fornitore di servizi di crowdfunding di integrare la medesima con le informazioni mancanti, fissando un termine per la trasmissione di tali informazioni.

Se il controllo di completezza ha esito positivo, l'Autorità deve informarne immediatamente il candidato fornitore e, a partire da quel momento, decorre il termine di tre mesi previsto per la seconda fase del procedimento: la valutazione del rispetto dei requisiti previsti dal Regolamento per ottenere l'autorizzazione.

In tale seconda fase, non è prevista la possibilità per l'Autorità di domandare informazioni ulteriori al candidato fornitore. Ovviamente, rimane possibile la richiesta di eventuali chiarimenti sulle informazioni ricevute, ma tale richiesta non ha effetto sospensivo sui termini del procedimento che – entro tre mesi – deve concludersi con adotta un provvedimento motivato di concessione o di rifiuto di concedere l'autorizzazione.

Tale scansione del procedimento, nella prima prassi applicativa del Regolamento in Italia, sta determinando un cambiamento di approccio dell'Autorità di vigilanza rispetto a quando ordinariamente avviene nei procedimenti amministrativi di autorizzazione dei soggetti vigilati.

Tradizionalmente, in conseguenza della tipica struttura dei procedimenti autorizzativi, il controllo di completezza è una mera verifica del fatto che l'istanza copra tutti gli aspetti richiesti dalla normativa, senza un controllo che, nel merito, le informazioni fornite su ciascun aspetto siano idonee a consentire all'Autorità di valutare la sussistenza dei requisiti richiesti per l'ottenimento dell'autorizzazione. È, invece, nella fase successiva che l'Autorità trasmette richieste di integrazione dei contenuti dell'istanza, potendo – in tal caso – valersi della sospensione dei termini per il rilascio dell'autorizzazione.

Con riferimento alle istanze di autorizzazione alla prestazione di servizi di crowdfunding, si assiste, invece, ad un'anticipazione di tutte le richieste di ulteriori informazioni e di chiarimenti, nella fase della verifica di completezza dell'istanza.

Jasmine Mazza

Avvocato

Federica Nava

Dottore in giurisprudenza

Giuseppe Calarco

Dottore in giurisprudenza

I SERVIZI DI CROWDFUNDING *

(The crowdfunding services)

ABSTRACT: *This article explores the landscape of crowdfunding services within the framework of the European Union, focusing on Regulation 2020/1503. It examines the novel regulatory approach toward crowdfunding services centered on 'financial return' and the scope of the Regulation. The article examines the definition of "crowdfunding services" provided by the regulation, delving into the so called "core services", distinguishing between investment-based and lending-based crowdfunding. Emphasis is placed on permissible instruments and the intermediary role in loan facilitation. Additionally, the article explores the realm of ancillary services, especially the asset custody and payment facilitation services.*

SOMMARIO: 1. Il nuovo regime dei servizi di *crowdfunding* caratterizzati da un "financial return". - 2. I servizi *core* di *crowdfunding*. - 3. L'*investment-based crowdfunding* e gli strumenti ammessi. - 4. Il *lending-based crowdfunding* e l'attività di intermediazione nella concessione di prestiti. - 5. I servizi accessori e la prestazione dei servizi di "custodia di attività" e di "pagamento".

1. Il Regolamento (UE) 2020/1503 del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese (d'ora innanzi anche "il Regolamento")¹ ha introdotto per la prima volta a livello unionale una puntuale e uniforme qualificazione e regolamentazione del fenomeno del cd. *crowdfunding*, una delle più rilevanti

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7.10.2020 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937. Il Regolamento è entrato in vigore il 9 novembre 2020 ed è applicabile dal 10 novembre 2021. Tuttavia, al fine di assicurare il necessario coordinamento con le modifiche alla MiFID II, il legislatore europeo ha introdotto un ulteriore periodo "transitorio" (art. 48, paragrafo 1) durante il quale, i gestori di servizi di *crowdfunding* che abbiano già ottenuto un'autorizzazione ai sensi del proprio diritto nazionale, potranno continuare a fornire servizi di *crowdfunding* conformemente a tale diritto. Il termine del periodo transitorio, originariamente stabilito il 10 novembre 2022, è stato successivamente esteso al 10 novembre 2023 dalla Commissione europea che, raccogliendo le concordi indicazioni dell'ESMA, ha emesso in data 12 luglio 2022 il Regolamento delegato (UE) 2022/1988.

innovazioni introdotte con lo sviluppo del *Fintech*², che rappresenta oramai una delle forme di finanziamento alternative più rilevanti rispetto al ricorso al canale tradizionale del credito bancario³.

La versione finale del Regolamento, che ha visto la luce dopo un *iter* legislativo durato oltre due anni, presenta un testo notevolmente modificato rispetto a quanto originariamente proposto dalla Commissione nel 2018.

In particolare, rispetto alla proposta iniziale di regolamento che permetteva ai fornitori dei servizi di *crowdfunding* di scegliere tra il mantenimento di un'operatività esclusivamente nazionale soggetta alla relativa normativa oppure la richiesta di un passaporto unico europeo per la prestazione transnazionale dei servizi⁴, il Regolamento approvato prevede che esso si applichi direttamente a tutti i servizi di *crowdfunding* *ivi* disciplinati.

Il quadro normativo così delineato, in linea con il dichiarato obiettivo di aumentare "l'accesso ai finanziamenti per gli imprenditori, le *start-up*, le imprese in fase di espansione e le PMI in genere", si contraddistingue per marcare il passaggio da una situazione di incertezza ed eterogeneità rispetto alla definizione e alla regolamentazione dei servizi di *crowdfunding* nei diversi Stati Membri, ad una disciplina unionale uniforme e maggiormente articolata.

Rispetto al complesso e variegato fenomeno del *crowdfunding*, il Regolamento limita la propria disciplina alle sole attività caratterizzate da un rendimento

² TROIANO, *Fintech tra innovazione e regolamentazione, relazione al convegno su «Fin-tech: prime esperienze e prospettive di regolamentazione»*, Roma, Università La Sapienza, 4 dicembre 2017

³ In tema di *shadow banking* ed in generale dell'impatto dell'innovazione tecnologica sul sistema bancario tradizionale cfr. CIRAIOLO, *L'ecosistema digitale e l'evoluzione dei mercati*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 4s, 2022, p. 343 ss.; LEMMA, *The regulation of fintech banks: questions and perspectives*, in *Open Review of Management, Banking and Finance*, 2019; MIGLIONICO, *Disintermediazione e digitalizzazione della moneta nel mercato finanziario*, in CAPRIGLIONE - ALPA (a cura di), *Liber Amicorum Guido Alpa*, Padova, 2019; LEMMA, *Le piattaforme nel mercato dei capitali*, in URBANI (a cura di), *L'attività delle banche*, Milano, 2020, p. 83 ss.; CAPRIGLIONE, *Industria finanziaria, innovazione tecnologica, mercato*, in *Rivista trimestrale diritto dell'economia*, 4, 2019, pp. 386 ss.

⁴ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, Bruxelles, 8.3.2018, COM(2018) 113 final, 2018/0048 (COD), considerando 14.

finanziario (cd. *return-based crowdfunding*), escludendo espressamente il “*non-financial*” ed il “*non-investment*” *crowdfunding*.

In particolare, ai sensi dell’art. 2, par. 1, lett a) del Regolamento i “servizi di *crowdfunding*” sono definiti come “l’abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l’utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*” e devono consistere in una attività di tipo *lending-based* (nel caso il servizio si sostanzia in una intermediazione nella concessione di prestiti) oppure di tipo *investment-based* (nel caso in cui il servizio si sostanzia nella fornitura congiunta del servizio di “collocamento senza impegno irrevocabile” e di quello di “ricezione e trasmissione degli ordini di clienti”)⁵.

Restano pertanto al di fuori dell’ambito di applicazione del Regolamento tutte quelle forme di finanziamento collettivo basate sulle donazioni e sulle ricompense, le quali pure hanno assunto negli anni delle dimensioni significative ma che non costituiscono, fondamentalmente, una forma di finanziamento per le PMI e pertanto esulano dagli obiettivi perseguiti dalla Commissione⁶.

Gli acquisti effettuati mediante le piattaforme di *reward* o *donation based crowdfunding* rimangono pertanto soggetti alla relativa normativa dell’UE in materia di protezione dei consumatori⁷.

In coerenza con tale approccio, sono stati parimenti messi *out of scope* i servizi di *crowdfunding* forniti a “titolari di progetti che sono consumatori quali definiti

⁵ Così come indicato nell’Allegato I, sezione A, della MiFID II, rispettivamente ai punti 1 e 7.

⁶ In seguito all’entrata in vigore del decreto d.l.g. 10 marzo 2023, n. 30, con il quale è stata data attuazione al Regolamento in Italia, è stato tuttavia introdotto, all’art. 100-ter, comma 9, T.U.F., l’obbligo, per tutti i soggetti che prestano servizi di *crowdfunding* diversi da quelli disciplinati dal Regolamento, di pubblicare, sulla propria pagina web e per l’intera durata della navigazione, la seguente avvertenza “Questo servizio di *crowdfunding* non è soggetto ad autorizzazione o vigilanza da parte della Banca d’Italia o della Consob. A questo servizio non si applicano le regole e le tutele previste dal regolamento europeo sui fornitori di servizi di *crowdfunding* n. 1503/2020”.

⁷ L’inclusione del *donation-based* e del *reward-based crowdfunding* all’interno dell’ambito di applicazione del Regolamento è stata giudicata dalla Commissione “sproporzionata” in quanto i gestori di tali tipologie di piattaforme non trattano “prodotti finanziari” e pertanto non vi sono “le asimmetrie informative create da questi prodotti”. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, Bruxelles, 8.3.2018, COM(2018) 113 final, 2018/0048 (COD), p. 2.

all'articolo 3, lettera a), della direttiva 2008/48/CE" relativa ai contratti di credito ai consumatori (cd. *Consumer Credit Directive*)⁸.

Tale esclusione deriva anche in questo caso dal fatto che l'operatività a favore dei consumatori esula lo scopo del Regolamento che è precipuamente quello di favorire il finanziamento delle imprese, nonché dalla delicatezza della materia in oggetto, già disciplinata dalle stringenti norme a tutela dei consumatori previste dalla CCD (attualmente oggetto di revisione da parte della Commissione europea proprio per adeguare l'impianto normativo alle novità tecnologiche, fra le quali proprio il *peer-to-peer lending*⁹) e dalla direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali (cd. *mortgage credit directive*)¹⁰.

2. Il Regolamento europeo, all'art. 2, par. 1, lett. a), fornisce una definizione-contenitore del "servizio di *crowdfunding*", definendolo come "l'abbinamento tra gli

⁸ Direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 aprile 2008 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE. In tema cfr. ROSSI, *Il credito al consumo. Dal fenomeno socio-economico alla fattispecie contrattuale*, Padova, 2017; BERTI DE MARINIS, *Il "credito al consumo" tra problematiche e innovazioni*, in *Rassegna di diritto civile*, n. 2/2010, pp. 626 ss. MODICA, "Peer to Consumer Lending", in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1, 2022, pp. 81 ss.; ALPA - GAGGERO Art. 121, in CAPRIGLIONE (diretto da), *Commentario al Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, Padova, 2018, pp. 2103 ss..

⁹ COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa ai crediti al consumo, Bruxelles, 30.6.2021, COM(2021) 347 final, 2021/0171(COD) nella quale si propone di estendere l'ambito di applicazione della CDD "anche ai servizi di credito tramite *crowdfunding* che non siano forniti da un creditore o da un intermediario del credito". Cfr. sul punto MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR: the difficult compromise between harmonization, client protection and the "level playing field" (Arts 1-2, 46, 48-9, 51)*, in MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, Edward Elgar, 2022, p. 63, la quale prospetta il rischio, qualora non venga introdotto un regime di passaporto unico per i fornitori servizi di *crowdfunding* a favore dei consumatori, di una frammentazione del mercato e della normativa applicabile nei diversi Stati membri. In merito alla proposta della Commissione cfr. inoltre GUARRACINO, "Information technology" e valutazione del merito creditizio, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 1, 2022, 1, pp. 78 ss.

¹⁰ Direttiva 2014/17/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 4 febbraio 2014 in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del regolamento (UE) n. 1093/2010. Cfr. PELLECCCHIA, *La direttiva 2014/17/UE sui contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2/2016, 1, pp. 206 ss..

interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*".

Nella sua versione definitiva il Regolamento pone dunque al centro del fenomeno una piattaforma digitale pubblica¹¹, raggiungibile tramite internet e gestita da un fornitore di servizi di crowdfunding (*Crowdfunding Service Provider – CSP*), che vi svolge la propria "peculiare" attività di intermediazione, peraltro senza assumere direttamente alcun rischio.

Tale attività rappresenta l'elemento caratterizzante i servizi di *crowdfunding* disciplinati dal Regolamento e deve consistere in un *matching* tra potenziali investitori o erogatori di prestiti, da un lato, e i "titolari di progetti", ovvero le imprese che cercano finanziamenti, dall'altro¹².

L'attività di abbinamento deve essere necessariamente svolta dal CSP mediante una piattaforma pubblica ad accesso illimitato e deve sostanziarsi in due specifiche e tassative modalità: (i) nella concessione di prestiti, oppure (ii) nell'acquisto di valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*.

Dal punto di vista soggettivo, è possibile rappresentare i servizi di *crowdfunding* come una relazione triangolare al cui vertice si colloca il "fornitore di servizi di crowdfunding"¹³ che mette in contatto gli altri due angoli, occupati dai "clienti"¹⁴ nella loro duplice accezione di "titolari di progetti"¹⁵, ovvero le imprese che

¹¹ Ai sensi dell'art. 2, par. 1, lett. d) questa è definita infatti «un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di *crowdfunding*». La piattaforma di *crowdfunding*, che in precedenza veniva – inopportuno – configurata come "oggetto" del servizio, è stata così più coerentemente individuata come "strumento attraverso il quale il servizio viene offerto". Sul punto cfr. CUZZOLA, *Il nuovo Regolamento Europeo sul "crowdfunding": alcuni "focus" e considerazioni sulle scelte del legislatore e sguardo sinottico alla normativa interna*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2022, p. 169.

¹² Cfr. MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" "crowdfunding" nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e "passporting" UE*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 4, 2022, pp. 639 ss.

¹³ Art. 2, par. 1, lett. e): "fornitore di servizi di *crowdfunding*", una persona giuridica che presta servizi di *crowdfunding*.

¹⁴ Art. 2, par. 1, lett. g): "cliente", ogni investitore o titolare di progetti, reale o potenziale, a cui un fornitore di servizi di *crowdfunding* presta o intende prestare servizi di *crowdfunding*.

¹⁵ Art. 2, par. 1, lett. h): "titolare di progetti", ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di *crowdfunding*;

perseguono l'obiettivo di "reperire fondi" per finanziare determinati "progetti" (i cd. *fund seekers*), e di "investitori"¹⁶ che finanziano il progetto proposto, generalmente con investimenti limitati¹⁷.

Dal punto di vista oggettivo, l'ulteriore elemento che necessariamente deve integrare i servizi *core* di *crowdfunding* è rappresentato dall'attività di abbinamento di interessi che deve consistere in una delle seguenti attività:

- a) intermediazione nella concessione di prestiti, configurandosi così un *lending-based crowdfunding* (LBC)¹⁸, ovvero un crowdfunding basato sul "prestito"¹⁹;
- b) prestazione di servizi di "collocamento senza impegno irrevocabile" e di "ricezione e trasmissione degli ordini" di strumenti ammessi ai fini di

¹⁶ Art. 2, par. 1, lett. i): "investitore", ogni persona fisica o giuridica che, tramite una piattaforma di *crowdfunding*, concede prestiti o acquisisce valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*. Gli investitori sono a loro volta distinti dal Regolamento in investitori sofisticati e non sofisticati. Tale classificazione appare sostanzialmente sovrapponibile a quella tra cliente professionale e cliente al dettaglio prevista dalla MiFID II, anche se cerca di tener conto delle peculiarità che caratterizzano il fenomeno del *crowdfunding*. In particolare, il Regolamento individua i criteri necessari ad integrare la nozione di investitore sofisticato cd. "di diritto" (clienti professionali ai sensi dell'allegato II, sezione I, punto 1, 2, 3 o 4, della MiFID II) e le procedure da seguire per essere considerati investitori sofisticati cd. "su richiesta" (disciplinate nell'allegato II del Regolamento). La definizione di investitore non sofisticato viene invece individuata in via residuale, anche se il Regolamento prevede al suo interno la sottocategoria degli investitori "in possesso della necessaria esperienza, delle conoscenze e della capacità finanziaria" per i quali non operano i limiti massimi di investimento altrimenti previsti per gli investitori non sofisticati senza esperienza. Sul punto cfr. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di "crowdfunding": prime considerazioni*, in *Le Nuove leggi civili commentate*, 3, 2021, pp. 267 ss..

¹⁷ A tale elenco potrebbe poi essere aggiunto, a seconda del tipo di servizio e delle modalità con cui questo viene materialmente fornito, la «società veicolo» o «SPV», definita all'art. 2, par. 1, lett. q) come "quel soggetto creato unicamente per, o che persegue unicamente lo scopo di realizzare, un'operazione di cartolarizzazione ai sensi dell'articolo 1, punto 2, del regolamento (UE) n. 1075/2013 della Banca centrale europea"

¹⁸ Cfr. altresì la definizione, maggiormente articolata e attenta alle caratteristiche proprie del fenomeno, fornita in EBA, *Opinion of the European Banking Authority on Lending-based Crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26 febbraio 2015, p. 8, che definisce il LBC come "*Open calls to the wider public by fund seekers through a third party, typically an on-line platform, to raise funds for a project or for personal purposes, in the form of a loan agreement, with a promise to repay with (or in certain cases without) interest. The fund raisers may include individuals, start-up companies or existing SMEs that are seeking an alternative means of funding, rather than the traditional credit market*".

¹⁹ Art. 2, par. 1, lett. b): "prestito", un accordo ai sensi del quale un investitore mette a disposizione di un titolare di progetti un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, unitamente agli interessi maturati, secondo il piano di rimborso concordato.

crowdfunding²⁰, configurandosi così un *investment-based crowdfunding* (IBC), ovvero un crowdfunding basato sull'investimento sotto forma di collocamento di valori mobiliari e altri strumenti finanziari, rappresentativi di capitale di rischio o di debito, con la conseguente ripartizione in *equity crowdfunding* e in *debt crowdfunding*²¹.

Il Regolamento non esclude, ma al contrario in alcuni casi disciplina, l'erogazione di servizi ulteriori e collaterali rispetto ai citati servizi *core*, quali, ad esempio, la scelta dei progetti di *crowdfunding* da pubblicare²², l'eventuale prestazione di servizi di pagamento necessari all'attività di *crowdfunding*²³, la custodia per conto dei propri clienti degli strumenti offerti sul portale nonché la gestione di bacheche elettroniche²⁴ sulla quale i clienti possono pubblicizzare l'interesse per l'acquisto e la vendita di prestiti, valori mobiliari o di strumenti ammessi che siano stati inizialmente offerti sulle loro piattaforme di *crowdfunding*.

²⁰ Per le definizioni dei servizi, il Regolamento richiama le definizioni fornite dalla MiFID II all'Allegato I, Sez. A, punti 7 e l) con l'importante differenza che in questo caso l'oggetto dei servizi non sono in generale gli "strumenti finanziari" ma soltanto i "valori mobiliari" e gli "strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*".

²¹ Sul punto cfr. MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" "crowdfunding" nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e "passporting" UE*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 4, 2022, 672 ss.; ID., *La disciplina UE del servizio di "gestione individuale di portafogli di prestiti" per il finanziamento di "progetti di crowdfunding"*, in *Diritto del risparmio*, 2, 2022, pp. 10 ss.; CUZZOLA, *Il nuovo Regolamento Europeo sul "crowdfunding": alcuni "focus" e considerazioni sulle scelte del legislatore e sguardo sinottico alla normativa interna*, in *Il diritto dell'economia*, 1, 2022, pp. 168 ss.; PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2022, pp. 30 ss.;

²² Cfr. art. 19, par. 1, ai sensi del quale il fornitore deve fornire ai propri clienti tutta una serie di informazioni, fra le quali quelle relative "ai criteri di selezione dei progetti, e sulla natura dei propri servizi di *crowdfunding*".

²³ Cfr. art. 10, par. 4, ai sensi del quale "un fornitore di servizi di *crowdfunding* può fornire servizi di pagamento direttamente o tramite terzi, a condizione che tale fornitore di servizi di *crowdfunding* o il terzo sia un prestatore di servizi di pagamento ai sensi della direttiva (UE) 2015/2366". In generale sulla PSD2 e sul relativo ambito di applicazione cfr. BANI, DE STASIO, SCIARRONE ALIBRANDI (a cura di), *L'attuazione della seconda direttiva sui servizi di pagamento e "open banking"*, Bergamo, 2021; SCIARRONE ALIBRANDI - RABITTI (a cura di), *I servizi di pagamento tra PSD2 e GDPR: Open Banking e conseguenze per la clientela*, Padova, 2019; TROIANO - MEZZACAPO, *La maggiore convergenza nel negative scope della PSD2: i nuovi criteri applicativi della "limited network exclusion"*, in *Rivista di diritto bancario*, 3, 2022, 1, pp. 481-511;

²⁴ Cfr. art. 25 del Regolamento. Sulle cd. "bulletin boards" e sul loro limitato contributo allo sviluppo del fenomeno cfr. CORSO, *ult. op. cit.*, p. 267 ss..

Tra i servizi accessori, particolare rilievo assume il nuovo servizio di “gestione individuale di portafogli di prestiti”²⁵ – che configura un ulteriore servizio di *crowdfunding* – caratterizzato da una «ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di crowdfunding, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di crowdfunding sulla sua piattaforma di crowdfunding conformemente a un mandato individuale conferito dall’investitore su base discrezionale per ciascun investitore».

L’argomento è oggetto di specifica trattazione al relativo capitolo del presente volume al quale pertanto si rinvia.

3. Con riferimento al c.d. *investment-based crowdfunding*, il Regolamento non introduce una nuova definizione ma fa diretto riferimento a quelle contenute nella MiFID II, unendo, per meglio riflettere le caratteristiche peculiari del *crowdfunding*, due servizi di investimento: quelli di “ricezione e trasmissione di ordini” e di “collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile”²⁶.

La prestazione congiunta di tali servizi rappresenta proprio la caratteristica principale dei servizi di *crowdfunding* rispetto a taluni servizi di investimento previsti dalla direttiva MiFID II²⁷, anche se presi individualmente detti servizi potrebbero corrispondere a quelli contemplati da tale direttiva²⁸.

²⁵ Per una compiuta analisi del servizio cfr. MEZZACAPO, *La disciplina UE del servizio di “gestione individuale di portafogli di prestiti” per il finanziamento di “progetti di crowdfunding”*, in *Diritto del risparmio*, 2, 2022, pp. 1 ss.;

²⁶ Oltre ai due servizi di investimento citati, il Parlamento Europeo aveva proposto di includere nell’ambito di applicazione del Regolamento anche la “consulenza in materia di investimenti”. La versione finale, tuttavia, non ha recepito i suddetti suggerimenti, lasciando la consulenza in materia di investimenti di *crowdfunding* sottoposta alle regole della MiFID II e alle rispettive leggi degli Stati membri. Cfr. sul punto MACCHIAVELLO, “*What to Expect When You Are Expecting*” a *European Crowdfunding Regulation: The Current “Bermuda Triangle” and Future Scenarios for Marketplace Lending and Investing in Europe*, in *European Banking Institute Working Paper Series*, 55, 2019, pp. 20 ss.

²⁷ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE

²⁸ Cfr. Considerando n. 10 del Regolamento.

I servizi di *crowdfunding*, infatti, sembrano combinare aspetti di diversi servizi e attività di investimento senza che tuttavia nessuno di questi sia perfettamente adatto a comprendere interamente il fenomeno. Ciò, a causa delle particolari infrastrutture mediante le quali viene svolta l'attività (tipicamente delle piattaforme liberamente accessibili tramite internet connotate da un certo grado di automazione), dei metodi comunemente utilizzati dai CSP per comunicare con i propri clienti (documenti semplici, video, presentazioni, forum e feedback) e delle regole del gioco (ad esempio la cd. *all or nothing*)²⁹.

Proprio queste circostanze, unitamente alla mancanza di definizione di alcuni servizi di investimento nella MiFID II, avevano portato gli Statimembri a divergere nella classificazione e nella conseguente regolamentazione dei servizi di *crowdfunding*³⁰.

In particolare, i differenti approcci regolatori implementati dagli Stati membri prima dell'adozione del Regolamento, posso essere ricondotti a quattro paradigmi generali³¹: a) autorizzazione delle piattaforme di *crowdfunding* ai sensi della MiFID e conseguente applicazione della tassonomia dei "servizi di investimento"; b) esenzione espressa dall'applicazione della normativa MiFID, sfruttando gli spazi concessi dell'art. 3 della direttiva che subordina l'esenzione alla condizione di prevedere "requisiti almeno analoghi" a quelli stabiliti per gli intermediari che prestano servizi di investimento, ferme però le conseguenti limitazioni in punto di operatività

²⁹ Cfr. sul punto MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR: the difficult compromise between harmonization, client protection and the 'level playing field'* (Arts 1-2, 46, 48-9, 51), in MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, 2022, p. 58.

³⁰ Cfr. MACCHIAVELLO, *ult. op cit.*, p. 58. Per un'analisi del framework regolatorio in Europa cfr. FERRARINI, MACCHIAVELLO, *Investment-based crowdfunding: is MiFID II enough?*, in BUSCH, FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Market*, Oxford, 2017, p. 675 ss.. Cfr. inoltre MACCHIAVELLO, *La modifica del 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 società*, 2016, p. 297 ss.

³¹ Cfr. ESMA, *Investment based crowdfunding Insights from regulators in the EU*, 13.5.2015, ESMA/2015/856 Ann 1, pp. 2. e 3; ESMA, *Opinion on Investment-based Crowdfunding*, 18.12.2014, ESMA/2014/1378; COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, Brussels, 3.5.2016, SWD (2016) 154 final, pp. 19 e 20.

transfrontaliera³²; c) qualificazione dell'attività come intermediazione di "beni" diversi però dagli "strumenti finanziari" di cui alla disciplina MiFID; d) qualificazione dell'attività svolta dalle piattaforme come diversa dalla prestazione di "servizi e attività di investimento" di cui alla MiFID.

Venendo ora agli strumenti che possono formare oggetto di offerta al pubblico nelle piattaforme di *crowdfunding*, il Regolamento chiarisce che la disciplina è concepita, almeno in linea di principio, per investimenti relativi a "valori mobiliari", in quanto la trasferibilità che li caratterizza "costituisce un'importante garanzia per gli investitori di poter uscire dall'investimento poiché offre loro la possibilità di disporre del proprio interesse sui mercati dei capitali"³³.

Ciò nonostante, a differenza della versione inizialmente approvata dal Parlamento europeo il 27 marzo 2019³⁴, il testo definitivo del Regolamento prevede espressamente la possibilità di offrire, oltre ai "valori mobiliari", anche altri "strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*", purché liberamente scambiabili sui mercati dei capitali.

Venendo al profilo definitorio, si rileva come la nozione di "valori mobiliari" coincida con quella contenuta all'art. 4, par.1, n. 44 della MiFID2³⁵ ai sensi del quale i «valori mobiliari» vengono definiti come "categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, 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,

³² Cfr. Artt. 3, 34 e 35 della Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

³³ Cfr. Considerando n. 13 del Regolamento.

³⁴ Cfr. sul punto la Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), considerando n. 11.

³⁵ Cfr. art. 4, par. 1, punto 44, Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

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”.

La definizione di “strumenti ammessi a fini di crowdfunding” è invece fornita dallo stesso Regolamento che ne reca una definizione in termini strettamente funzionali, stabilendo che tali “strumenti” ricomprendono “per ciascuno Stato membro, le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni”³⁶.

Il riferimento, nella traduzione italiana del Regolamento, alle “azioni” e non anche alle “quote” di società a responsabilità limitata aveva creato un ampio dibattito in dottrina circa la possibilità di ricondurre le quote di s.r.l. che ricorrono al *crowdfunding* alla categoria degli strumenti finanziari ovvero a quella dei valori mobiliari³⁷ nonché di ricomprenderle all’interno degli strumenti ammessi ai fini di crowdfunding di cui al Regolamento.

Si rilevava, infatti, una “vera e propria discrasia” tra il 13° considerando che fa espresso riferimento a “azioni o quote di talune società a responsabilità limitata” e l’art. 2 che, al contrario, si limita a citare soltanto le “azioni di una società a responsabilità privata”.

La soluzione interpretativa adottata dalla dottrina è stata quella di considerare le quote di s.r.l. tra gli strumenti ammessi al *crowdfunding*, anche in considerazione del fatto che la maggior parte delle PMI che utilizzano il *crowdfunding* come

³⁶ Cfr. art. 2, par. 1, lett. n), del Regolamento.

³⁷ Senza poter dare compiutamente conto dell’ampio dibattito che ha interessato la dottrina sul punto, si v. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Rivista delle società*, 4, 2019, p. 675 ss.; SANTORO, *Tentativi di sviluppo di un mercato secondario delle quote di società a responsabilità limitata*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1, 2020, p. 23 ss.; CIAN, *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote “finanziarie” e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in IRRERA (a cura di), *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi*, Torino, 2020, p. 37 ss..

strumento di finanziamento adottano la forma della società a responsabilità limitata³⁸.

Tale interpretazione è stata recentemente confermata dal legislatore italiano in sede di attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503.

Il d.lg. 10 marzo 2023, n. 30 ha infatti abrogato il 1° comma, art. 100-ter del T.U.F. che faceva riferimento alla disciplina nazionale sul *crowdfunding* ed ha espressamente previsto che “in deroga a quanto previsto dall’articolo 2468, primo comma, del codice civile³⁹, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503”.

Tale deroga consente alle quote di s.r.l. di rientrare nella definizione di “strumenti ammessi ai fini del *crowdfunding*” e di ricadere, conseguentemente, nell’ambito di applicazione del Regolamento⁴⁰.

Il decreto di attuazione mantiene, altresì, la possibilità di procedere alla sottoscrizione delle quote di società a responsabilità limitata mediante il regime ordinario, di cui all’art. 2470, secondo comma, c.c. oppure mediante il cd. “regime alternativo di intestazione delle quote di società a responsabilità limitata”, di cui all’art. 100-ter, secondo comma, del T.U.F., per il tramite di un intermediario finanziario abilitato alla prestazione dei servizi di investimento, fermo restando il

³⁸ CORSO, *ult. op. cit.*, p. 7 ss.

³⁹ L’art. 2468, comma 1, c.c. dispone che “le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari”.

⁴⁰ CONSOB, *Adozione del regolamento volto all’adeguamento alle norme previste dal regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese. Documento di consultazione*, 2 marzo 2023, p. 7. Al 31 maggio 2023 sono dieci gli Stati membri che hanno comunicato ad ESMA, ai sensi dell’art. 2, commi 2 e 3, del Regolamento i tipi di società a responsabilità limitata che rientrano nel relativo ambito di applicazione, cfr. ESMA, *European Crowdfunding Service Providers for Business Regulation (2020/1503) – Miscellaneous reporting to ESMA*, 10.11.2021, ESMA35-42-1305, aggiornamento del 31.5.2023, pp. 4-5.

diritto dei sottoscrittori di richiedere in qualsiasi momento “l’ intestazione diretta a se stessi per le quote di relativa spettanza”⁴¹.

I valori e strumenti potranno quindi essere emessi sia direttamente dal “titolare di progetti”, sia da un “società veicolo” (SPV)⁴², ma solo nel caso in cui non si tratti di *loan-based crowdfunding* e con il limite di una sola attività per SPV.

L’ utilizzo di una società veicolo è in ogni caso limitata, a differenza di quanto precedentemente previsto dalla legislazione domestica⁴³, alle sole ipotesi in cui la cartolarizzazione si renda necessaria per consentire agli investitori di acquisire un interesse (*rectius* una interessenza) in attività che, diversamente, sarebbero illiquide, ovvero non convertibili facilmente in denaro⁴⁴, oppure indivisibili, ovvero non facilmente divisibili in unità più piccole⁴⁵.

⁴¹ Cfr. art. 100-ter, comma 2, lett. c), d.lg. 24 febbraio 1998, n. 58.

⁴² Ai sensi dell’ art. 2, par. 1, lett. q) del Regolamento, le “società veicolo” vengono definite come un “soggetto creato unicamente per, o che persegue unicamente lo scopo di realizzare, un’ operazione di cartolarizzazione ai sensi dell’ articolo 1, punto 2, del regolamento (UE) n. 1075/2013 della Banca centrale europea”. Sulla base di ciò, e tenendo a mente il contenuto del considerando 22, ESMA ha chiarito che possono essere considerate SPV ai sensi del Regolamento le entità che siano (i) create a questo scopo o utilizzate a tal fine nell’ ambito del finanziamento del progetto di *crowdfunding*; (ii) indipendenti rispetto al titolare del progetto; (iii) interposte tra il progetto di *crowdfunding* e gli investitori; e alle quali (iv) siano trasferiti dal titolare, direttamente o indirettamente, *legal titles* o *beneficial interests* sul progetto di *crowdfunding*. ESMA, *Questions and Answers. On the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 26 May 2023 | ESMA35-42-1088, p. 12.

⁴³ Cfr. PIATTELLI, CARUSO, *The impact of the ECSPR on the crowdfunding legal framework in Italy*, in MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, 2022, p. 701 ss.

⁴⁴ Gli indici individuati dall’ ESMA come sintomatici dell’ illiquidità di un *asset* sono: (i) non esiste un mercato organizzato per *asset* di quel tipo; (ii) le vendite per quel tipo di *asset* avvengono solitamente *over the counter*; (iii) non esiste un valore facilmente disponibile per *asset* di quel tipo; (iv) raggiungere un accordo su un prezzo di vendita con un potenziale acquirente comporta costi significativi (spese amministrative, tasse, costi di revisione e legali) e richiede da alcune settimane a qualche mese. Cfr. ESMA, *Questions and Answers*, cit., pp. 11.

⁴⁵ Parimenti all’ ipotesi dell’ illiquidità, ESMA ha indicato i seguenti indici di indivisibilità: (i) l’ *asset* non può essere diviso o facilmente diviso in componenti più piccoli che possono essere venduti facilmente agli investitori (ad esempio, azioni o quote); (ii) a causa dell’ attività sottostante, può essere diviso solo in un numero limitato di componenti (ad es. un edificio residenziale che può essere diviso solo in un numero limitato di appartamenti e non in componenti di valore inferiore); (iii) a causa dello scopo economico principale, l’ *asset*, se diviso, cesserebbe di raggiungere il suo scopo economico principale (ad es. un impianto fotovoltaico smantellato in pannelli solari individuali). Cfr. ESMA, *Questions and Answers*, cit., pp. 11.

4. Il secondo servizio *core* di *crowdfunding* previsto dal Regolamento è costituito dall'intermediazione nella concessione di prestiti, ovvero la tipica attività, assieme a quella di "gestione di portafoglio individuale di prestiti"⁴⁶, che caratterizza il fenomeno del cd. *lending-based crowdfunding* (LBC)⁴⁷.

Tale fenomeno, rispetto al quale in passato solo una minoranza di Stati membri ha adottato uno specifico regime normativo⁴⁸, viene definito e disciplinato dal Regolamento in maniera sfumata, tanto che l'articolato normativo – con il precipuo scopo di adattarsi ai vari modelli di business presenti sul mercato – non ne fornisce una definizione compiuta⁴⁹.

Ciò nonostante, dalla lettura congiunta dell'art. 2 e del *considerando* 11, sembra possibile ricavare elementi utili per tracciare i confini della suddetta attività.

In primo luogo, per "prestito" si intende un qualunque accordo "ai sensi del quale un investitore mette a disposizione di un titolare di progetti un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, unitamente agli interessi maturati, secondo il piano di rimborso concordato"⁵⁰. La definizione ricalca, sostanzialmente, quella di mutuo fornita dall'art. 1813 c.c., con la rilevante eccezione che nel caso di "prestito" fornito mediante piattaforma di

⁴⁶ Cfr. *infra*, MEZZACAPO, *Il servizio di gestione di portafoglio di crediti*.

⁴⁷ Cfr. in tema di *lending-based crowdfunding* PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca Impresa Società*, 1, 2022, pp. 30 ss.; TIBERII, *La regolamentazione Consob sulla raccolta di fondi online: l'equity' e il 'lending crowdfunding'*, in *Amministrativ@mente*, 1, 2022, pp. 138 ss.; BALP, *P2P Lending e Invoice Lending*, in CIAN - SANDEI (a cura di), *Diritto del Fin-tech*, Milano, 2020, p. 303 ss.; MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del "lending-based crowdfunding" in Italia*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 1, 2018, 1, pp. 63 ss.; ID., *Una nuova frontiera del settore finanziario solidale: Microfinanza e "Peer-to-peer lending"*, in *Banca Impresa Società*, 2, 2013, pp. 277 s.; BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in «*Questioni di Economia e Finanza*» (*Occasional Papers*), 375, 2017, pp. 11 ss.

⁴⁸ COMMISSIONE EUROPEA, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, Brussels, 3.5.2016, SWD (2016) 154 final, p. 26.

⁴⁹ Cfr. sul punto MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR*, op. cit., p. 62, secondo cui la scelta del legislatore europeo è finalizzata a permettere ai vari modelli di business che caratterizzano il *lending-based crowdfunding* di poter ricadere all'interno del relativo ambito di applicazione.

⁵⁰ Cfr. art. 2, par. 1, lett. b), del Regolamento.

crowdfunding il contratto si presume oneroso. Inoltre, da una lettura sistematica del Regolamento si ricava incidentalmente che l'attività di intermediazione debba avere ad oggetto solo finanziamenti diretti dall'investitore all'impresa promotrice del progetto da finanziare e pertanto le piattaforme che svolgono attività di facilitazione della compravendita di crediti commerciali (c.d. *invoice trading platforms*) dovrebbero considerarsi escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento stesso⁵¹.

In secondo luogo, la piattaforma deve sempre atteggiarsi come un semplice punto di contatto fra investitori e titolari di progetti, finalizzato alla conclusione di un contratto di prestito, senza che il CSP agisca in alcun momento come creditore del titolare⁵².

Tale specificazione appare centrale per distinguere il LBC dall'attività creditizia, dai servizi di investimento di cui alla disciplina MiFID e da altri servizi di *crowdfunding*.

Questo tipo di intermediazione creditizia esclude infatti la possibilità che il CSP utilizzi fondi propri per concedere prestiti ai titolari di progetti, in quanto in questa ipotesi l'attività prestata rientrerebbe nelle attività di cui all'Allegato I della direttiva 2013/26/UE⁵³ e necessiterebbe della relativa autorizzazione ad operare come enti creditizi⁵⁴.

L'attività svolta dal CSP si distingue pertanto da quella tipicamente prestata dagli enti creditizi proprio per limitarsi alla sola "facilitazione" nella concessione di prestiti e non consiste nell'erogazione di crediti per conto proprio, né in una raccolta del risparmio fra il pubblico, atteso che il prestatore di servizi di *crowdfunding* non

⁵¹ ITALIAFINTECH e CHIOMENTI, Position Paper. Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, 7.5.2021, p. 6. Concorde MEZZACAPO, *ult. op. cit.*, p. 674.

⁵² Cfr. Considerando n. 11 del Regolamento.

⁵³ Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull'accesso all'attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE. Sul punto cfr. VALIANTE, *Servicios de financiación participativa. Regulando las plataformas digitales: la experiencia europea del crowdfunding financier*, in CUENA CASAS - IBÁÑEZ JIMÉNEZ (a cura di), *Perspectiva legal y económica del fenómeno FinTech*, 2021, p. 392.

⁵⁴ Cfr. Considerando n. 9 del Regolamento

acquista in alcun momento la posizione del beneficiario del prestito e non è pertanto tenuto al rimborso nei confronti degli investitori⁵⁵. In definitiva, non si realizza quell'attività di "acquisizione di fondi con obbligo di rimborso" disciplinata all'art. 11 T.U.B.; conseguentemente, i fondi erogati dagli investitori non potranno essere qualificati come "depositi" e non godranno quindi dei sistemi di garanzia previsti dalla direttiva 2014/49/UE⁵⁶.

Il Regolamento, oltre a delineare la linea di demarcazione tra servizi di crowdfunding e attività creditizia, si preoccupa altresì di distinguere l'attività di *crowdfunding* da quella relativa ai servizi di investimento di cui all'Allegato 1, sezione A della MiFID II e all'art. 1, comma 5 T.U.F..

D'altra parte, proprio l'assoluta affinità fra i due settori di attività ha indotto il legislatore europeo ad approntare regole a tutela degli investitori che ricalcano, anche se in forma notevolmente semplificata, quelle della MiFID II⁵⁷, prima fra tutte la distinzione tra investitori "sofisticati" e non "sofisticati", che riproduce *de facto* la ripartizione tra cliente professionale e cliente al dettaglio prevista dalla disciplina MiFID⁵⁸.

Come detto in precedenza, la caratteristica principale che distingue i servizi di *crowdfunding* rispetto a servizi di investimento affini, quali ad esempio la ricezione e

⁵⁵ Cfr. M. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, cit., pp. 38 ss

⁵⁶ L'art. 19, par. 2 del Regolamento prevede espressamente che i fornitori di servizi di *crowdfunding* informino i propri clienti, mediante la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, del fatto che il quadro di investimento all'interno del quale si muovono comporta rischi che non sono coperti né dai sistemi di garanzia dei depositi, istituiti a norma della direttiva 2014/49/UE, né dai sistemi di indennizzo degli investitori, istituiti a norma della direttiva 97/9/CE".

⁵⁷ Cfr. in materia *ex multis*, LUNA SERRANO, *Profili generali della tutela del consumatore nei servizi di investimento*, pp. 15 ss; UDA, *L'informativa alla clientela in relazione ai servizi di investimento*, pp. 27 ss.; COLOMBO, *Adeguatezza, appropriatezza e mera esecuzione nell'offerta di servizi di investimento*, pp. 57 ss.; DI NELLA, *Le regole comportamentali nella distribuzione di prodotti finanziari complessi*; pp. 113 ss TROIANO, *La product governance*, pp. 213 ss.; BERTI DE MARINIS, *La nuova trasparenza pre e post negoziale alla luce della direttiva MiFID II e del Regolamento MIFIR*, pp. 287 ss.; tutti in TROIANO, MOTRONI (a cura di), *La MiFID II - Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, Padova, 2016.

⁵⁸ Cfr. il Considerando n. 42, l'art. 2, par. 1, lett. j) e k), nonché l'Allegato 2 del Regolamento in cui vengono indicati i criteri di identificazione degli investitori sofisticati.

trasmissione di ordini, la consulenza in materia di investimenti e la gestione di sistemi multilaterali o organizzati di negoziazione, consiste nella prestazione congiunta dei suddetti servizi attraverso una piattaforma pubblica di *crowdfunding* ad accesso illimitato, “anche se individualmente detti servizi corrispondono a quelli contemplati da tale direttiva⁵⁹.”

L’articolato normativo prevede altresì che l’autorizzazione, rilasciata ai sensi dell’art. 12 del Regolamento, ad operare come CSP “non dovrebbe concedere ai fornitori di servizi di *crowdfunding* il diritto di prestare servizi di gestione patrimoniale individuali o collettivi”, e allo stesso tempo prevede che, al fine di evitare che la stessa attività sia soggetta a più raccomandazioni, le persone giuridiche autorizzate come fornitori di servizi di *crowdfunding* a norma del Regolamento (UE) 2020/1503 dovrebbero essere escluse dall’ambito di applicazione della Direttiva 2014/65/UE.

Il divieto per il CSP di agire come creditore del titolare induce infine a ritenere che siano escluse dall’ambito di applicazione del Regolamento anche tutte quelle forme di *lending-based crowdfunding* in cui il prestito viene erogato direttamente dalla piattaforma al titolare dei progetti, quali ad esempio il *balance sheet* o *portfolio lending*⁶⁰.

In terzo luogo, il considerando 11 del Regolamento sembra suggerire che il servizio di “concessione di prestiti” possa comprendere ulteriori servizi quali la presentazione di offerte di *crowdfunding* ai clienti e la determinazione del prezzo o la valutazione del rischio di credito dei progetti di *crowdfunding* o dei titolari di progetti.

A seconda del modello di business adottato, infatti, la piattaforma può limitarsi a operare come un semplice “luogo di incontro virtuale” fra *lenders* e *borrowers* oppure, in alternativa, può proporre agli investitori specifici progetti da finanziare “che corrispondono a uno o più parametri o indicatori di rischio specifici scelti dall’investitore”.

⁵⁹ Cfr. Considerando n. 10 del Regolamento.

⁶⁰ Cfr. sul punto MACCHIAVELLO, *The scope of the ECSPR*, op. cit., p. 62.

Sia nella prima che nella seconda ipotesi, qualora il CSP non fornisca un servizio di “gestione di portafoglio individuale di prestiti” e si limiti quindi a fornire una semplice attività di intermediazione attraverso la propria piattaforma, la decisione di investimento deve comunque essere sempre assunta “direttamente” ed in “forma esplicita” dall’investitore⁶¹, eventualmente anche all’esito di un’asta con altri potenziali *lenders* per offrire tassi di interesse più bassi al *borrower* (cd. *auction-based crowdfunding*⁶²), senza alcuna discrezionalità riguardo tale aspetto da parte del CSP⁶³.

Nel caso di “presentazione” di offerte, il Regolamento permette ai CSP “al fine di migliorare il servizio reso ai clienti” di approntare all’interno della piattaforma dei sistemi di “filtraggio” che aiutino il potenziale investitore ad assumere scelte più consapevoli e basate su parametri specifici e oggettivi, (ad esempio, ubicazione geografica del progetto, tipo o settore di attività commerciale, strumento utilizzato, valutazione del credito, tasso di interesse offerto o altri dati finanziari fondamentali calcolati in maniera oggettiva).

Tale attività di presentazione e selezione delle offerte, per poter rientrare all’interno dell’ambito di applicazione del Regolamento e non essere considerata alla stregua di un’attività di “consulenza in materia di investimenti” di cui all’Allegato I, sezione a), della MiFID II, non deve assumere la forma di una “raccomandazione” e deve essere presentata in maniera “neutrale”, sia con riferimento alle modalità di funzionamento del sistema di filtraggio, che deve permettere all’investitore di selezionare i progetti cui è interessato all’interno di “risultati basati su criteri relativi a

⁶¹ Cfr. art. 3, par. 4, comma 1, del Regolamento

⁶² EBA, *Opinion of the European Banking Authority on Lending-based Crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26 febbraio 2015, p. 18.

⁶³ Cfr. HOOGHMSTRA, *Crowdfunding, alternative investment funds and the relationship between the ECSPR and the AIFMD*, pp. 48 ss.; HOOGHMSTRA, *The provision of crowdfunding services under the ECSPR (Art 3)*, entrambi in MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, Edward Elgar, 2022.

caratteristiche meramente oggettive del prodotto”⁶⁴, sia con riferimento alla terzietà che deve caratterizzare il rapporto tra il CSP e le imprese che cercano di finanziare il proprio progetto mediante la piattaforma, nel senso che “i fornitori di servizi di *crowdfunding* non dovrebbero pagare o accettare remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta presente sulla loro piattaforma o su una piattaforma di terzi”⁶⁵.

5. Il Regolamento consente ai CSP di prestare, oltre ai citati servizi *core* di *crowdfunding*, ulteriori attività accessorie su base facoltativa, al fine di “fornire un’ampia gamma di servizi” e di migliorare così l’esperienza complessiva dei propri clienti.

Il Regolamento non si applica alla maggior parte di tali attività che saranno pertanto soggette alla sola legge nazionale ed europea applicabile e al controllo delle autorità individuate dai rispettivi Stati membri⁶⁶, conseguentemente non prevede alcuna lista, nemmeno a titolo esemplificativo, e non le include nemmeno tra le informazioni che devono essere allegate, ai sensi dell’art. 12, alla domanda di autorizzazione ad operare come fornitore di servizi di *crowdfunding*, con l’unica eccezione dei servizi di pagamento⁶⁷.

I suddetti servizi accessori possono a loro volta consistere o meno in attività soggette a riserva, ai sensi della PSD2, EMD2, MiFiD II e della CRD IV.

I servizi accessori che non consistono in una attività riservata possono essere prestati liberamente dai CSP, senza che la prestazione congiunta di tali servizi modifichi

⁶⁴ Considerando n. 21 Regolamento

⁶⁵ Considerando n. 19 Regolamento

⁶⁶ Al riguardo, il d.lg. 10 marzo 2023, n. 30, ha introdotto l’art. 4-sexies.1 del T.U.F., mediante il quale la Consob e la Banca d’Italia sono state individuate come Autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) 2020/1503 ed è stato definito un riparto di competenze di vigilanza basato sulle diverse finalità affidate alla Consob e alla Banca d’Italia, in armonia con quanto previsto dall’art. 5 del T.U.F. per la disciplina degli intermediari.

⁶⁷ Art 12, par. 2, lett. p). Ciononostante, ESMA, nello schema di richiesta di autorizzazione indicato alla nota 68, prevede che tali servizi debbano essere comunque comunicati alle relative autorità nazionali.

la natura del rapporto che si instaura tra il CSP e la clientela, posto che si tratta di attività che servono a garantire un'efficiente e corretta erogazione di servizi di *crowdfunding*.

Il CSP è tenuto tuttavia ad indicarli all'interno del punto g), sub 1, della domanda di autorizzazione affinché vengano trascritti, ai sensi dell'art. 14, lett. f) del Regolamento, all'interno del "registro dei fornitori di servizi di *crowdfunding*"⁶⁸.

Tali servizi possono, a titolo esemplificativo, riguardare la fase propedeutica alla pubblicazione del progetto (ad es. predisposizione di formulari contrattuali, fornitura del servizio di assistenza ai titolari dei progetti in materia di funzionamento della piattaforma, marketing, pubblicità e grafica), la fase successiva al finanziamento (es. mediante l'invio di comunicazioni periodiche relative allo sviluppo del progetto finanziato o ad eventi societari rilevanti segnalati dal titolare di progetti) e la fase di risoluzione delle eventuali controversie tra investitori e titolari di progetti (es. la predisposizione di un servizio di risoluzione alternativa delle controversie)⁶⁹.

Quanto ai servizi che consistono nello svolgimento di attività soggette a riserva, il Regolamento, pur stabilendo che l'autorizzazione a prestare servizi di *crowdfunding* di cui all'art. 12 non equivale all'autorizzazione a prestare anche tali servizi, consente ai CSP di ottenere una "licenza parallela"⁷⁰ per la prestazione congiunta degli stessi.

In particolare, l'art. 10 del Regolamento prevede espressamente che i CSP possano prestare servizi di custodia delle attività, ovvero di "valori mobiliari" e di

⁶⁸ Cfr. ESMA, *Final Report - Draft technical standards under the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 10 novembre 2021, ESMA35-42-1183, pp. 88, field 5, sub field 1, lett.g).

⁶⁹ Cfr. sul punto LÓPEZ ORTEGA, *Las plataformas de financiación participativa a la luz de la nueva regulación europea del crowdfunding (El Reglamento UE 2020/1503, de 7 de octubre de 2020, sobre los proveedores europeos de servicios de financiación participativa para empresas)*, in *Revista de derecho bancario y bursátil*, 40(162), 2021, pp. 200 ss..

⁷⁰ Cfr. HOOGHMSTRA, *The provision of asset safekeeping services and payment services by ECSP and third parties (art 10)*, in MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, op. cit., p. 168 nonché il richiamo *ivi* contenuto a LOUISSE-READ, *Hoofdstuk 13 – Crowdfunding*, in D BUSCH (a cura di), *Leerboek Financieel Recht*, Ars Aequi Libri, 2021, pp. 518–20.

“strumenti ammessi a fini di crowdfunding” (c.d. *asset safekeeping*), e “servizi di pagamento”, direttamente o mediante un terzo soggetto in possesso della relativa autorizzazione.

In entrambi i casi, i CSP saranno obbligati ad informare i propri clienti della natura e delle condizioni relative alla prestazione dei servizi di custodia e di pagamento, anche mediante riferimenti al diritto nazionale applicabile, specificando se i suddetti servizi vengono prestati direttamente o mediante un soggetto terzo.

Per quanto riguarda il servizio di custodia delle attività (cd. *asset safekeeping*), il legislatore europeo riconosce come questi siano fondamentali “per la tutela degli investitori che ricevono servizi di crowdfunding” e pertanto stabilisce che il soggetto che presta servizi di custodia, sia esso il CSP o un terzo⁷¹, deve essere in possesso di un’autorizzazione a norma della direttiva CRD IV⁷² o della direttiva MiFID II⁷³.

Il Regolamento non definisce espressamente i “servizi di custodia di attività”, tuttavia, il riferimento alle suddette direttive porta a concludere che si riferisca al servizio di “custodia e amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, inclusi la custodia e i servizi connessi come la gestione di contante/garanzie ed esclusa la funzione di fornitura e mantenimento dei conti titoli al livello più elevato («servizio di tenuta centralizzata dei conti»)", di cui all’Allegato I, sezione B, lett. a) MiFID II avente però ad oggetto “valori mobiliari” e “strumenti ammessi ai fini di crowdfunding”⁷⁴.

⁷¹ ESMA, *Questions and Answers. On the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 26 May 2023 | ESMA35-42-1088, Domanda 3.3.

⁷² Direttiva 2013/36/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 26 giugno 2013, sull’accesso all’attività degli enti creditizi e sulla vigilanza prudenziale sugli enti creditizi e sulle imprese di investimento, che modifica la direttiva 2002/87/CE e abroga le direttive 2006/48/CE e 2006/49/CE.

⁷³ Cfr. *supra*, nota 57.

⁷⁴ Cfr. Considerando n. 28 del Regolamento, ai sensi del quale “in funzione del tipo di attività da custodire, le attività saranno tenute in custodia, come nel caso dei valori mobiliari che possono essere registrati in un conto di strumenti finanziari o che possono essere fisicamente consegnati, oppure saranno soggette alla verifica della proprietà e alla registrazione. La custodia di valori mobiliari o di strumenti ammessi a fini di crowdfunding che conformemente al diritto nazionale sono solo registrati presso il titolare del progetto o il suo agente, come gli investimenti in società non quotate, o sono detenuti su un conto individuale segregato che un cliente potrebbe aprire direttamente con un

Simili ragioni di tutela dei clienti hanno altresì indotto il legislatore europeo a codificare il principio secondo cui i prestatori di servizi di crowdfunding non debbano detenere materialmente depositi o altri “fondi” relativi all’effettuazione di “operazioni” di pagamento o connesse con l’acquisto di “valori mobiliari” o altri “strumenti ammessi”, a meno che non siano anche autorizzati come enti creditizi ai sensi dell’articolo 8 della direttiva CRD IV.

L’art. 10, par. 2, del Regolamento prevede infatti che, i fondi dei clienti debbano essere tutelati mediante deposito su conto distinto, acceso presso una banca centrale o un “ente creditizio” autorizzato ai sensi della normativa CRD.

Tale requisito prudenziale e di tutela dei fondi, appare coerente con l’articolo 18, paragrafo 5, della direttiva sui servizi di pagamento 2 (PSD2), che, in un contesto che appare paragonabile a quello del *crowdfunding*, quanto meno sotto il profilo dei rischi per la clientela, impone agli istituti di pagamento e agli istituti di moneta elettronica (IMEL) che prestano servizi di pagamento di non esercitare attività di raccolta di depositi o altri fondi rimborsabili ai sensi dell’articolo 9 della direttiva 2013/36/UE e delle relative disposizioni italiane di attuazione di cui agli artt. 114-duodecies e 114-quinquies.1 del T.U.B.⁷⁵, ai sensi dei quali vengono stabilite le modalità con cui devono essere tutelati i fondi ricevuti dagli utenti dei “servizi di pagamento” e detenute le somme ricevute a fronte dell’emissione di “moneta elettronica”⁷⁶.

depositario centrale di titoli, è considerata equivalente alla custodia delle attività da parte di depositari qualificati”.

⁷⁵ Cfr. sul punto MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del “financial return” “crowdfunding” nel mercato interno*, op. cit., pp. 679.

⁷⁶ Cfr. in particolare art. 114-quinquies.1, comma 1, ai sensi del quale “gli istituti di moneta elettronica registrano per ciascun cliente in poste del passivo, nel rispetto delle modalità stabilite dalla Banca d’Italia, le somme di denaro ricevute dalla clientela per l’emissione di moneta elettronica”; nonché il comma 2, ai sensi del quale “le somme di cui al comma 1 sono investite, nel rispetto delle modalità stabilite dalla Banca d’Italia, in attività che costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell’istituto di moneta elettronica [...]”. La disciplina prevista per gli IMEL appare sostanzialmente coincidente con quella relativa agli istituti di pagamento dettata all’art. 114-duodecies, ai sensi del quale, parimenti “gli istituti di pagamento registrano per ciascun cliente in poste del passivo, nel rispetto delle modalità stabilite dalla Banca d’Italia, le somme di denaro della clientela in conti di

Tale prescrizione, a ben vedere, sembra finalizzata anche ad uno scopo ulteriore rispetto a quello di tutela dei fondi dei clienti di servizi di crowdfunding: quello della prevenzione di pratiche di riciclaggio e/o di finanziamento del terrorismo.

Come sottolineato infatti nella relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio del 26 giugno 2017 sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che incidono sul mercato interno e sono connessi ad attività transfrontaliere, i fornitori di servizi di *crowdfunding* potrebbero essere esposti a tali rischi⁷⁷.

Sebbene il Regolamento, allo stato attuale⁷⁸, non preveda l'assoggettabilità diretta dei CSP alla normativa nazionale di attuazione della IV Direttiva AML⁷⁹, l'obbligo di depositare i fondi dei clienti presso una banca centrale o un ente creditizio rende comunque la normativa AML già parzialmente applicabile alle

pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione dei servizi di pagamento” e “le somme di denaro sono investite, nel rispetto delle modalità stabilite dalla Banca d'Italia, in attività che costituiscono patrimonio distinto a tutti gli effetti da quello dell'istituto di pagamento [...]”. Cfr. Provvedimento della Banca d'Italia del 23.7.2019, Disposizioni di vigilanza per gli istituti di pagamento e gli istituti di moneta elettronica, Capitolo IV, Sezione II.

⁷⁷ Cfr. Considerando n. 32 del Regolamento ed il relativo riferimento a COMMISSIONE EUROPEA, *Relazione della Commissione al Parlamento europeo e al Consiglio sulla valutazione dei rischi di riciclaggio e finanziamento del terrorismo che incidono sul mercato interno e sono connessi ad attività transfrontaliere*, Bruxelles, 26 giugno 2017, COM (2017) 340 final.

⁷⁸ Nonostante allo stato attuale la valutazione relativa alla necessità e alla proporzionalità abbia indotto a non sottoporre i fornitori di servizi di *crowdfunding* ai più stringenti obblighi previsti dalla normativa antiriciclaggio, il Regolamento prevede che la Commissione Europea, nell'ambito della relazione che è tenuta a presentare al Parlamento e al Consiglio, ai sensi dell'art. 45, entro il 10 novembre 2023, valuti altresì “la necessità e la proporzionalità di assoggettare i fornitori di servizi di crowdfunding ad obblighi di conformità al diritto nazionale di attuazione della direttiva (UE) 2015/849 in relazione al riciclaggio o al finanziamento del terrorismo e di aggiungere tali fornitori all'elenco di soggetti obbligati ai fini della suddetta direttiva” (cfr. art. 45, par. 2, lett. q) del Regolamento). Si segnala inoltre come la Commissione europea abbia presentato in data 20 luglio 2021, all'interno del cd. AML Package, la Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento, che ricomprende espressamente tra i “soggetti obbligati” i prestatori di servizi di crowdfunding (art.3, par. 3, lett. h) della proposta di Regolamento).

⁷⁹ Direttiva (UE) 2015/849 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione. Cfr. sul punto MINTO, URBANI, *La Quarta Direttiva europea in materia di antiriciclaggio, tra luci, ombre e prospettive*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 1, 2017, 1, pp. 119 ss.; URBANI, *La disciplina antiriciclaggio alla prova del processo di digitalizzazione dei pagamenti*, in *Rivista di diritto bancario*, 4, 2018, 1, pp. 69 ss..

operazioni di *crowdfunding*, posto che gli intermediari in parola, attraverso i quali i fondi devono essere necessariamente “canalizzati”⁸⁰ hanno la qualifica di “soggetti obbligati” ai sensi delle disposizioni in materia di antiriciclaggio⁸¹.

Infine, per quanto riguarda il rapporto tra prestazione dei servizi di *crowdfunding* e prestazione di servizi di pagamento, il Regolamento, pur prevedendo espressamente che l’autorizzazione a prestare servizi di *crowdfunding* non equivale all’autorizzazione a prestare anche servizi di pagamento, afferma il principio secondo cui le due attività non sono necessariamente incompatibili, tanto che consente agli stessi CSP di prestare servizi di pagamento in proprio, purché siano in possesso della relativa autorizzazione ai sensi della PSD 2 e delle relative norme nazionali di attuazione⁸².

In alternativa alla prestazione diretta dei servizi di pagamento, al CSP viene altresì riconosciuta la facoltà di esternalizzare questo servizio a una terza parte autorizzata quale Prestatore di Servizi di Pagamento (PSP) ai sensi della PSD 2⁸³, ovvero legittimata ad operare come ente creditizio, IMEL o istituto di pagamento.

Ciò posto, qualora un CSP decida di non offrire alcun servizio di pagamento connesso ai servizi di crowdfunding, né direttamente né tramite terzi, è comunque tenuto a “istituire e mantenere” dispositivi volti ad assicurare che i titolari di progetti accettino finanziamenti di progetti di crowdfunding o altri pagamenti esclusivamente tramite prestatori di servizi di pagamento conformemente alla direttiva PSD. In altri

⁸⁰ Sul punto cfr. HOOGHIEMSTRA, *The provision of asset safekeeping services and payment services by ECSP and third parties (art 10)*, op. cit., p. 180; sul principio di “canalizzazione” cfr. A. URBANI, *La disciplina di contrasto del riciclaggio e dell’usura*, in URBANI (a cura di), *L’attività delle banche*, Padova, 2020, pp. 614 ss.

⁸¹ Alla medesima soluzione si perviene anche nel caso in cui sia lo stesso CSP ad ottenere una ulteriore autorizzazione (ad es. come IMEL o ente creditizio). In questo caso, infatti, il CSP sarebbe sottoposto sia alle regole previste per i servizi di *crowdfunding*, sia a quelle previste per l’attività per la quale è stato autorizzato ad operare. Cfr. EBA, *Final Report – Guidelines on customer due diligence and the factors credit and financial institutions should consider when assessing the money laundering and terrorist financing risk associated with individual business relationships and occasional transactions (“ML/TF Risk Factors Guidelines”) under Articles 17 and 18(4) of Directive (EU) 2015/849*, 1° marzo 2021, EBA/GL2021/02, 17.10.

⁸² Cfr. art. 12, par 13-15. Art. 17, par 1, lett a), del Regolamento.

⁸³ Cfr. Considerando n. 29 del Regolamento.

termini, il CSP dovrà assicurare che i propri clienti effettuino e ricevano pagamenti esclusivamente mediante PSP autorizzati, implementando tutte le procedure antielusive necessarie⁸⁴.

Federico Fratini

*Assegnista di ricerca di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi di Perugia*

⁸⁴ Cfr. art. 10, par. 5, del Regolamento.

IL FINANZIAMENTO DI «PROGETTI DI CROWDFUNDING» A FAVORE DELLE PMI E LA «GESTIONE INDIVIDUALE DI PORTAFOGLI DI PRESTITI»*

(The financing of “crowdfunding projects” for SMEs and “the “individual portfolio management of loans”)

ABSTRACT: *The article analyses the key elements of the latest EU regulation of crowdfunding services characterized by a financial return (e.g. those relating to investment-based or lending-based financing operations) as established by Regulation (EU) 2020/1503 which however intentionally exclude from its scope crowdfunding services relating to lending to consumers. In particular the analysis delves into the legal framework established therein for the newly regulated financial service of “individual portfolio management of loans” (IPML) (offering to investors, which therefore play the role of original lenders, greater flexibility and added value in financing one or multiple crowdfunding projects), specifically with regard to related key features in terms of discretionality of the portfolio manager, conduct of business rules (e.g. obligation to carry out a Credit Risk Assessment and derogation to the otherwise generally provided “reflection period”) and possible establishment and operation of a “contingency fund” for the activity related to IPML so as to mitigate the associated risks.*

SOMMARIO: 1. Ambito di applicazione e *policy objectives* del Regolamento UE 2020/1503: il “financial return” e l’esclusione dei “servizi di credito tramite crowdfunding” prestati a “consumatori”. - 2. Il nuovo servizio di “Gestione Individuale di Portafogli di Prestiti” (GIPP). – 3. La discrezionalità nella gestione del portafoglio di prestiti e i principi generali in materia di regole di condotta. - 3.1. La deroga allo *ius poenitendi* (*rectius*: “reflection period”) e l’obbligo di valutare il rischio di credito. – 4. Il c.d. “Fondo a Copertura dei Rischi” (FCR) dell’attività di “Gestione Individuale

*Contributo approvato dai revisori.

di Portafogli di Prestiti”.

1. Con l’entrata in vigore del Decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30¹ sono state da ultimo adottate (in attuazione degli appositi principi e criteri direttivi di cui all’art. 5 della “Legge di delegazione europea 2021” – legge n. 127 del 2022) le norme di rango legislativo necessarie ad attuare nell’ordinamento interno le norme del Regolamento UE 2020/1503² sui servizi di crowdfunding nel mercato interno, il quale – in estrema sintesi – istituisce un framework regolamentare uniforme in subjecta materia segnatamente più semplice e meno gravoso rispetto a quello invece applicabile in caso di prestazione di servizi bancari, di pagamento o d’investimento³ (i.e. nella specie dei servizi di consulenza in materia d’investimento e/o di ricezione e trasmissione di ordini di cui alla c.d. “MiFID 2”⁴) e in materia di “prospetto” da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato di cui al c.d. “Regolamento Prospetto” (UE) n. 2017/1129.

Tra i numerosi profili innovativi d’interesse vale evidenziare innanzitutto che in questo modo viene superata la tradizionale marcata dicotomia finora esistente, in punto di diritto, anche nel nostro ordinamento⁵ tra *framework* regolatorio applicabile

¹ Cfr. Decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30 recante attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

² Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

³ In merito a tale essenziale aspetto del nuovo approccio regolatorio infine attuato in materia cfr. SCIARRONE ALIBRANDI, D’IPPOLITO, MUSITELLI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *European Company Law*, Volume 13, Issue 1 (2016), pp. 27 – 37;

⁴ Direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE. *Ex multis* in materia cfr. AA.VV., *La MiFID II. Rapporti con la clientela - regole di governance – mercati*, a cura di TROIANO e MOTRONI, Cedam, Padova, 2016; PELLEGRINI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, in AA.VV., *Manuale di diritto bancario e finanziario*, a cura di CAPRIGLIONE, Cedam, Padova, 2019, pp. 571-612; ANTONUCCI, *Le regole del mercato finanziario: la tutela del risparmiatore tra passato, presente e futuro*, in *Ianus*, n. 19/2019, pp. 27-40.

⁵ Al riguardo *ex mutis* cfr. GUACCERO, *La stat-up innovativa in forma di società a responsabilità*

alle attività di *crowdfunding* di tipo “*investment-based*”⁶ e quelle invece di tipo “*lending-based*”⁷, essendo infatti segnatamente tali attività entrambi sussunte nell’ambito della nuova fattispecie di diritto unionale dei «servizi di *crowdfunding*»⁸ il cui comune elemento essenziale e caratterizzante è costituito dal dare luogo, benché mediante diverse modalità e attività, a “*l’abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l’utilizzo di una piattaforma di crowdfunding*” (cfr. art. 1, par. 1, lett. a), del Regolamento UE 2020/1503).

In particolare, in Italia il *crowdfunding “investment-based”* è stato oggetto di un *bespoke regulatory regime* puramente nazionale, particolarmente innovativo anche nel confronto con le esperienze degli altri Stati Membri, basato però in punto

limitata: raccolta del capitale di rischio ed equità crowdfunding, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n. 6/2014, pp. 699 – 725; CARATOZZOLO, *La disciplina italiana dell’Equity Crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, n. 4/2013, pp. 256-294; CIOCCA e ACCETTELLA, *Emittente e portale nell’equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, n. 2/2017, Parte 1, pp. 237 – 270; 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 società*, n. 2/2016, pp. 283-354; MOZZARELLI, *L’equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n. 5/2019, Parte I, pp. 650 – 688; BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in *Diritto della banca e del*

⁶ In materia cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Commission Staff Working Document*, Brussels, 3.5.2016 SWD(2016) 154 final; EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY, *Investment based crowdfunding. Insights from regulators in the EU*, 13 May 2015 | ESMA/2015/856.

⁷ Al riguardo cfr. EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *Opinion of the European Banking Authority on lending based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26.2.2015; EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Commission Staff Working Document*, Brussels, 3.5.2016 SWD(2016) 154 final, pp. 32 – 33. In particolare, è stato osservato che il *lending-based crowdfunding* si distinguerebbe “*dalle altre forme di crowdfunding (donation-based, reward based ed equity-based) in quanto finanziatori e prenditori sottoscrivono (direttamente o indirettamente) un contratto di debito, con il quale i primi forniscono una somma in denaro e i secondi si impegnano a restituire il capitale (quasi sempre maggiorato da un tasso d’interesse) in un dato lasso temporale. I soggetti finanziati sono famiglie, associazioni senza scopo di lucro e piccole e medie imprese (PMI), mentre gli investitori sono generalmente singoli investitori, società che offrono servizi di gestione patrimoniali, investitori istituzionali o banche*”, M. BOFONDI, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Banca d’Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, n. 375/2017, p. 7.

⁸ Al riguardo cfr. PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel Reg. UE 2020/1503*, in *Banca impresa società*, n. 1/2022, pp. 27 – 47.

di diritto su un'esenzione facoltativa dalla disciplina di cui alla MiFID 1 e 2 (ai sensi del relativo art. 3), con la conseguenza quindi che i soggetti così esentati dalla MiFID 1 e 2 non potevano però beneficiare del *passporting*⁹, ossia non potevano godere "delle libertà di prestare servizi o di effettuare attività di investimento o di stabilire succursali previste" appunto dalle disposizioni della MiFID (cfr. rispettivamente artt. 34 e 35 della MiFID 2). In merito invece al *crowdfunding "lending-based"* l'approccio del legislatore italiano, come anche quello di numerosi altri Stati Membri, è stato ispirato per lo più ad un sostanziale *laissez-faire*; la materia non è stata infatti disciplinata da norme speciali, ma è stata tuttavia oggetto (nel 2016) di una comunicazione della Banca d'Italia¹⁰ di natura "meramente" ricognitiva di alcune condizioni al ricorrere delle quali lo svolgimento dell'attività in questione (definita come di "*social lending*") potesse ritenersi lecita¹¹, *i.e.* non in violazione delle riserve di attività previste invece dal diritto vigente per la raccolta del risparmio tra il pubblico¹² e l'esercizio del credito¹³.

⁹ Sulla questione cfr. RUSSO, *Il passaporto europeo per le piattaforme di peer to peer lending: profili regolamentari e operatività cross border*, in *Bancaria*, n. 12/2019, pp. 62 e ss.

¹⁰ Cfr. BANCA D'ITALIA, *Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, Delibera 584/2016, dell'8.11.2016

¹¹ In generale al riguardo cfr. MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *L'inquadramento giuridico delle attività svolte dai lending marketplace. Linee di fondo*, in AA.VV., *Marketplace lending Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, a cura di SCIARRONE ALIBRANDI, BORELLO, FERRETTI, LENOCI, MACCHIAVELLO, MATTASSOGLIO, PANISI, in *Consob, Quaderni FinTech*, n. 5/ 2019, p. 13; CARATOZZOLO, *La finanza innovativa per le imprese: sviluppi digitali ed evoluzione regolatorie*, Wolters Kluwer, Milano, 2020, p. 194; MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n. 1/ 2018, pp. 63 – 98.

¹² Sulla "raccolta del risparmio" *ex multis* cfr. TROIANO, *Commento sub art. 11*, in AA.VV., *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, diretto da CAPRIGLIONE, con la collaborazione di PELLEGRINI, SEPE, TROIANO, Cedam, Padova, 2012, pp. 128 e ss.; LENER, *La raccolta del risparmio: profili generali*, in AA.VV., *L'attività delle banche*, a cura di URBANI, Cedam, Padova, 2020, pp. 93-102; DE POLI, *Il "contratto bancario" nella dimensione comunitaria*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 2 / 2012 – Supplemento, pp. 17 e ss.. Sul rapporto tra *peer-to-peer lending* e violazione delle riserve di raccolta del risparmio e/o di prestazione dei servizi di pagamento si rinvia a MEZZACAPO, *I prestiti peer-to-peer tra privati. La raccolta del risparmio e la prestazione dei servizi di pagamento alla luce della direttiva 2007/64/CE*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n. 2/2010, pp. 63 e ss

¹³ Ad esempio, in detta comunicazione è stato chiarito che per escludere il ricorrere di un'attività di raccolta del risparmio fosse necessario che ogni acquisizione di fondi dovesse avvenire in base a

Ciò posto, per quanto riguarda i vari obiettivi di *policy* perseguiti con l’emanazione del Regolamento UE 2020/1503, è fondamentale rilevare che attraverso la relativa codificazione nel diritto unionale di norme anche in materia di autorizzazione allo svolgimento delle pertinenti attività e operatività *cross-border* il legislatore unionale ha inteso soprattutto promuovere la possibilità per gli operatori di ottenere un “*one-stop-shop access*” al “mercato interno”¹⁴ per l’agevole prestazione dei servizi e delle attività della specie secondo regole uniformi¹⁵, anche grazie al pertinente unitario regime di *passporting*¹⁶, potendo così accrescere la loro scala operativa, con conseguenti vantaggi attesi, in ultima istanza, in termini di efficienza e concorrenzialità del mercato stesso, a beneficio innanzitutto dell’effettiva affermazione del *crowdfunding* quale ulteriore canale di finanziamenti per tutte le PMI¹⁷.

Tale connotazione teleologica dell’intervento regolatorio così attuato in materia assume specifico rilievo sia in termini di delimitazione dell’ambito applicativo sia di contenuto sostanziale del Regolamento in parola.

«trattative personalizzate con i singoli finanziatori».

¹⁴ EUROPEAN COMMISSION, *Fact Sheet – Frequently asked questions: Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Services for Business*, Brussels, 8.3.2018, MEMO/18/1423, p. 1.

¹⁵ In tal senso cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, Bruxelles, 8.3.2018, COM(2018) 113 final, 2018/0048 (COD), pp. 1 e ss.; EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union, Commission Staff Working Document*, Brussels, 3.5.2016 SWD(2016) 154 final, pp. 29 e ss.; EUROPEAN SECURITIES AND MARKET AUTHORITY, *Investment based crowdfunding Insights from regulators in the EU*, 13 May 2015 | ESMA/2015/856 Ann 1. In materia cfr. SICLARI, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, n. 4/2016, Parte I, pp. 481 – 505

¹⁶ Sul punto cfr. CORBÒ, *L’equity crowdfunding e la proposta di Regolamento per l’istituzione di un passaporto europeo (The equity crowdfunding and the proposal for a Regulation for the introduction of an European passport)*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’Economia*, n. 1/2020, Supplemento, pp. 85 – 103.

¹⁷ In generale tra i primi commenti in materia *ex multis* cfr. PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento Europeo sul “crowdfunding”*, in *Il nuovo diritto delle Società*, n. 3/2021, pp. 427 – 462; ROSSI, *Il nuovo Regolamento Europeo sui servizi di “crowdfunding”: l’Europa e il mercato della condivisione*, in *Contratto e impresa. Europa (Online)*, n. 3/2021, pp. 587– 606; CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, n. 3/2021, pp. 267 – 295.

Coerentemente infatti con detto obiettivo di *policy*, lo *scope* delle disposizioni del Regolamento UE 2020/1503 è “circoscritto” ai soli servizi di *crowdfunding* le cui operazioni siano caratterizzate da un “*financial return*”, ossia da un rendimento di natura finanziaria o monetaria, con esclusione quindi di altre tipologie di *crowdfunding* come quelle c.d. “*reward-based*” (in cui gli “investitori” ottengono appunto un rendimento o utilità non monetari) o “*donation-based*”¹⁸.

Per altro verso, atteso che l’obiettivo ultimo del Regolamento è quello di promuovere lo sviluppo del *crowdfunding* quale canale di finanziamenti delle PMI alternativo a quello bancario, risultano estranei al relativo ambito di applicazione tutti i servizi di *crowdfunding*, ancorché caratterizzati da un “*financial return*”, laddove i titolari dei “*progetti di crowdfunding*” così finanziati dagli “*investitori*”, ossia i prenditori dei fondi, abbiano la qualifica di “*consumatori*” ai sensi dell’art. 3 della c.d. “*Consumer Credit Directive*”¹⁹ (cfr. art. 1, par. 2, lett. a, del Regolamento UE 2020/1503).

Tuttavia proprio nell’ambito della programmata revisione della “*Consumer Credit Directive*” dovrebbe essere ivi introdotta un’apposita disciplina unionale anche della pertinente nova fattispecie giuridica dei c.d. “*servizi di credito tramite crowdfunding*” prestati a “*consumatori*”, stabilendo segnatamente specifiche disposizioni relative, tra l’altro, al servizio di “*consulenza*” (sotto forma di

¹⁸ Come rilevato tra i principali motivi alla base dell’esclusione del *reward-based* e del *donation-based crowdfunding* dall’ambito di applicazione del Regolamento (UE) 2020/1503 vi è il fatto che questi “non trattano prodotti finanziari e le asimmetrie informative create da questi prodotti [... ed inoltre che ...] la normativa dell’UE in materia di protezione dei consumatori si applica già al crowdfunding basato sulla ricompensa e prevede norme rigorose per tutelare i consumatori”, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, Bruxelles, 8.3.2018, COM(2018) 113 final, 2018/0048 (COD), p. 2.

¹⁹ Direttiva 2008/48/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 aprile 2008, relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 87/102/CEE. Sulla relativa disciplina italiana *ex multis* cfr. AA.VV., *La nuova disciplina europea del credito al consumo. La direttiva 2008/48/CE relativa ai contratti di credito dei consumatori e il diritto italiano*, a cura di DE CRISTOFARO, Giappichelli, Torino, 2009; GIOVANNI BERTI DE MARINIS, *Il “credito al consumo” tra problematiche e innovazioni*, in *Rassegna di diritto civile*, n. 2/2010, pp. 626 – 631.

raccomandazioni personalizzate), all'obbligo di dover dare "spiegazioni adeguate" ai consumatori (sui servizi di credito tramite *crowdfunding* ed eventuali servizi accessori proposti), all'obbligo di verificare il "*merito creditizio*" dei consumatori, ai limiti ai tassi d'interesse applicabili, nonché al divieto commercializzazione abbinata con altri prodotti e/o servizi finanziari.

2. Posto quanto sopra, per quanto qui d'interesse, preme evidenziare che al di là della riferita definizione, ai sensi del Regolamento UE 2020/1503, di una regolamentazione unitaria, benché non uniforme, dei suddetti servizi di *financial return crowdfunding*, tuttavia a ben vedere nell'ambito del pertinente nuovo *framework* unionale della materia è stata invero "codificata" anche una del tutto nuova fattispecie rappresentata dal servizio di "*Gestione Individuale di Portafogli di Prestiti*" (GIPP), il quale inoltre, in punto di diritto, non costituisce un servizio di *crowdfunding* in senso proprio, bensì se differenzia sotto molteplici e determinanti aspetti.

Di tale servizio GIPP non vi sono invece particolari tracce tra le norme nazionali di attuazione di cui al Decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30, emergendo questo solo in via meramente incidentale nell'ambito delle disposizioni (di cui al relativo art. 1) attinenti al regime di responsabilità delle informazioni fornite in una "scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento" a livello di piattaforma (cfr. nuova formulazione dell'art. 100-ter, co. 8, del TUF).

In particolare tale nuovo servizio "finanziario" di GIPP si contraddistingue per il fatto di non esaurirsi - come invece i suddetti servizi "*core*" di *crowdfunding* "*investment-based*" e "*lending-based*" - in un "mero" abbinamento tramite una piattaforma di *crowdfunding* tra interessi degli investitori e dei titolari di progetti, ma integra invero un servizio ben più sofisticato e a maggior valore aggiunto, pur risultando al contempo in un certo senso per sua natura tipicamente ancillare o

accessorio alle attività e servizi di *crowdfunding* di tipo “*lending-based*”, ciò anche in punto di relativo regime autorizzatorio, salva l’applicazione di maggiori e specifici requisiti a motivo della sua maggiore “complessità”²⁰.

Gli elementi essenziali della relativa fattispecie sono infatti segnatamente da individuare nel fatto che tale servizio si sostanzia nel suo complesso nell’esecuzione da parte del relativo prestatore di un mandato individuale espressamente conferito, per iscritto, da un determinato investitore in “progetti” di *crowdfunding*, nell’ambito della quale gli atti giuridici da compiersi da parte del mandatario (che per tale motivo assume in questo contesto la qualifica di c.d. “*prestatore mediato*”) consistono nella concessione di “prestiti” per conto e nel migliore interesse del cliente mandante, *rectius* nella ripartizione, e quindi pertinente allocazione, su base discrezionale (ma invero più precisamente: in base al profilo di rischio e ai parametri definiti dall’investitore stesso), di un importo prestabilito di fondi dell’investitore medesimo (per ciò da qualificarsi quale c.d. “*prestatore originario*”), verso uno o più progetti di *crowdfunding*, scelti tra quelli, come pare doversi assumere, “pubblicati” sulla piattaforma gestita dallo stesso fornitore del servizio di GIPP²¹.

In tale ambito la nozione giuridicamente di “prestito” risulta tutto sommato quasi integralmente sovrapponibile e coerente con quella del contratto di “*mutuo*” di cui all’art. 1813 c.c., salva la differenza tuttavia che elemento essenziale della fattispecie unionale appare essere la necessaria fruttuosità del denaro, laddove invece ai sensi dell’art. 1815 c.c. è prevista unicamente una “presunzione legale di fruttuosità”, salva la diversa volontà delle parti.

²⁰ In tal senso cfr. ESMA, *Questions and Answers On the European crowdfunding service providers for business Regulation*, 20 May 2022 | ESMA35-42-1088, pp. 12 e 13.

²¹ Al riguardo è stato evidenziato che in pratica nell’ambito della prestazione del servizio di GIPP “*an investor provides the crowdfunding platform with a number of requirements that the projects to be financed must fulfil, and the service provider allocates the investor’s funds accordingly*”, EBA, *Final report Draft regulatory technical standards on individual portfolio management of loans offered by crowdfunding service providers under Article 6(7) Regulation (EU) 2020/1503*, EBA/RTS/2021/11, 12 October 2021, p. 6.

In particolare ai sensi dall'art. 2, par. 1, *lett. b*), del Regolamento (UE) 2020/1503 per "*prestito*" anche ai fini del servizio di GIPP s'intende, in punto di diritto, qualunque accordo in virtù del quale un "investitore" mette a disposizione di un "titolare di progetti" di *crowdfunding* un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il medesimo titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, "unitamente agli interessi maturati", secondo il piano di rimborso concordato.

Ciò posto, risulta così per altro verso che i "*prestiti*" in questione sono solo quelli concessi direttamente dall'investitore in progetti di *crowdfunding* ai titolari dei pertinenti progetti, ossia rientrano nello scopo delle disposizioni in questione solo i c.d. "*prestiti diretti*" con esclusione quindi ad esempio delle operazioni di "*invoice trading*" per la compravendita di crediti²². Quanto all'eventuale interposizione nell'operazione di «società veicolo» o «SPV» (*i.e.* soggetti avente come scopo esclusivo la realizzare di un'operazione di cartolarizzazione ai sensi dell'art. 1, punto 2, del Regolamento (UE) n. 1075/2013 della Banca centrale europea)²³ non evidente se ciò sia in ipotesi possibile anche nell'ambito di servizi diversi da quelli di *investment-based crowdfunding* di cui all'art. 2, par. 1, *lett. a*), punto *ii*), del Regolamento (UE) 2020/1503, in ogni caso una tale possibilità resterebbe comunque subordinata al rispetto del principio di fondo che l'utilizzo di strutture giuridiche, comprese le "società veicolo", da frapporre tra il progetto di *crowdfunding* e gli investitori, è possibile solo laddove ciò sia strettamente funzionale ad aumentare la liquidità degli investimenti, specificamente solo condizione che ciò sia "*giustificato dal fatto di permettere all'investitore di acquisire un interesse, per esempio, in*

²² In senso conforme cfr. ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, *Position Paper. Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, 7.5.2021, p. 6.

²³ Regolamento (UE) n. 1075/2013 della Banca centrale europea, del 18 ottobre 2013, riguardante le statistiche sulle attività e passività delle società veicolo finanziarie coinvolte in operazioni di cartolarizzazione.

un'attività illiquida o indivisibile tramite l'emissione di valori mobiliari da parte di una società veicolo"²⁴.

3. Come accennato, a differenza dei servizi *core* di *crowdfunding*, il servizio di GIPP non si limita al mero *matching* "passivo" tra interessi "compatibili" degli investitori e dei titolari di progetti a reperire fondi per finanziare determinati progetti di *crowdfunding*, bensì in questo caso il prestatore del servizio effettua direttamente, tramite una vera e propria concessione di "prestiti" come sopra definiti, investimenti nei progetti di *crowdfunding* dallo stesso discrezionalmente scelti per conto e nel migliore interesse (individuale) di ciascun investitore suo mandante, fermo il necessario rispetto nell'esecuzione di tale speciale mandato del profilo di rischio dell'investitore e dei parametri dallo stesso stabiliti ai sensi dell'art. 6 del Regolamento (UE) 2020/1503, con conseguente "condizionamento" e/o "limitazione" quindi, sia di fatto che di diritto, della discrezionalità del prestatore del servizio.

Quanto all'estensione e alle modalità tecniche di attuazione della discrezionalità di cui gode quest'ultimo nella prestazione del servizio di GIPP, vale innanzitutto rilevare che i fondi consegnati in gestione dagli investitori ben possano anche essere "assegnati automaticamente" ai vari progetti di *crowdfunding*, ossia mediante l'utilizzo di "processi automatizzati", fermo il necessario rispetto anche in questo caso dei parametri e indicatori di rischio predeterminati dall'investitore, risultando quindi in altri termini sussunto tra le possibili modalità di prestazione del servizio in questione anche il cosiddetto «*autoinvestimento*»²⁵.

Anche da quanto sopra evidenziato, si ricava quindi che l'elemento pivotale del servizio di GIPP - in termini per così dire strutturali della fattispecie, nonché di pertinenti regole di condotta - è rappresentato dall'apposito "mandato" che deve essere conferito dall'investitore al prestatore del servizio, il quale tra l'altro non può

²⁴ Cfr. Considerando n. 22 del Regolamento (UE) 2020/1503.

²⁵ Cfr. Considerando n. 20 del Regolamento (UE) 2020/1503.

tuttavia essere generico, ossia conferente una totale discrezionalità di gestione, dovendo invece specificamente circoscrivere la “discrezionalità” del gestore, precisando necessariamente taluni “parametri” minimi che quest’ultimo deve rispettare nella prestazione di tale servizio. In particolare è stabilito infatti che il contenuto minimo del mandato di gestione debbano necessariamente includere almeno due dei criteri elencati al par. 1 dell’art. 6 del Regolamento (UE) 2020/1503 a cui tutti i prestiti del portafoglio gestito nell’ambito della GIPP devono conformarsi, ossia: *“a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ai sensi di ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l’investitore; b) la data di scadenza minima e massima di ogni eventuale prestito intermediato per l’investitore; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell’investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all’investitore di conseguire l’obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza”*.

Ciò posto, ne risulta quindi specularmente che la prima e principale regola di condotta cui deve attenersi il prestatore del servizio di GIPP è quella di rispettare i parametri indicati dagli investitori nel conferimento del mandato di gestione, nonché di adottare tutte le misure necessarie per ottenere il miglior risultato possibile per tali investitori, essendo altresì imposto quale specifico obbligo informativo in merito quello di dover comunicare agli investitori il processo decisionale definito e implementato per l’esecuzione del mandato discrezionale ricevuto (cfr. art. 3, par. 4, co. 2, del Regolamento (UE) 2020/1503).

Al riguardo vale tuttavia rilevare che giusta la qualificazione del rapporto tra prestatore del servizio di GIPP e singolo investitore quale “mandato” e stante l’obbligo generale, e forse anche sovraordinato, del “gestore” di dover in definitiva comunque *“ottenere il miglior risultato possibile”* per gli investitori, ai sensi dell’art. 1711 c.c. appare ad ogni buon conto applicabile anche nel caso di specie la

facoltà/dovere del “gestore” di “discostarsi dalle istruzioni ricevute” dall’investitore suo mandante, laddove circostanze ignote all’investitore stesso, e a questo non tempestivamente comunicabili, “facciano ragionevolmente ritenere” che l’investitore medesimo “avrebbe dato la sua approvazione” a tale “scostamento”, segnatamente quindi anche rispetto ai parametri di gestione che gli investitori devono precisare ai sensi dell’art. 6, par. 1, del Regolamento (UE) 2020/1503).

Quale importante corollario della discrezionalità così conferita al gestore del portafoglio di prestiti, a livello sistemico risulta per altro verso stabilita una necessaria e significativa deroga alla regola generale di *conduct of business*, prescritta invece in via generale in caso di prestazione di servizi di *crowdfunding* in senso proprio, secondo cui laddove agli investitori individuali siano proposti progetti di *crowdfunding* determinati, l’investitore prima di poter investire nei progetti così propostigli deve esaminare e prendere una decisione di investimento esplicita in relazione a ciascuna offerta individuale di *crowdfunding*²⁶ (cfr. art. 3, par. 4, co 1°, del Regolamento (UE) 2020/1503). Giuste invece le suddette caratteristiche intrinseche e distintive della gestione individuale di un portafoglio di prestiti, i prestatori del servizio di GIPP sono abilitati, di diritto, ad agire appunto discrezionalmente per conto dei rispettivi investitori, nell’ambito dei parametri da questi stabiliti, senza necessità quindi che gli investitori stessi debbano preventivamente esaminare e prendere una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di *crowdfunding*, essendo appunto tale decisione l’oggetto del mandato di cui al servizio di GIPP (cfr. art. 3, par. 5, del Regolamento (UE) 2020/1503).

²⁶ In particolare, per “offerta di crowdfunding” s’intende “una comunicazione da parte di un fornitore di servizi di crowdfunding, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell’offerta e sul progetto di crowdfunding oggetto dell’offerta, così da mettere un investitore in condizione di investire nel progetto di crowdfunding” (cfr. art. 2, par. 1, lett. f) del Regolamento (UE) 2020/1503).

3.1. Dal punto di vista delle implicazioni più strettamente contrattuali, vale rilevare che il Regolamento (UE) 2020/1503 interviene, tra l'altro, a stabilire in via generale a favore dei soli *c.d. "investitori non sofisticati"*²⁷ (*rectius* potenziali investitori) in progetti di *crowdfunding* uno *ius poenitendi*, qui però specificamente denominato "*periodo di riflessione precontrattuale*" (*c.d. "reflection period"*). In particolare, per effetto dell'esercizio di tale diritto gli investitori della specie possono revocare *ad nutum* e senza alcuna penalità - entro il termine di 4 giorni di calendario - la propria offerta d'investire o la propria manifestazione d'interesse per un'offerta di *crowdfunding* (cfr. art. 22 del Regolamento (UE) 2020/1503).

Tale diritto risulta però strutturalmente incompatibile con le caratteristiche essenziali del servizio di GIPP, quali segnatamente il suddetto principio generale della discrezionalità del prestatore del servizio nell'esecuzione del mandato conferitogli dall'investitore e la conseguente assenza di necessaria "approvazione" espressa da parte dell'investitore di ciascuna offerta individuale di *crowdfunding*.

Al fine di assicurare l'effettività di tale istituto di tutela degli *investitori non sofisticati* anche nell'ambito della GIPP, coordinandone però al contempo gli effetti con le specificità della GIPP stessa, il comma 7 dell'art. 22 del Regolamento (UE) 2020/1503 stabilisce che le disposizioni del medesimo art. 22 relative al suddetto "*periodo di riflessione precontrattuale*" si applichino - *mutatis mutandis* - esclusivamente al "*mandato*" individuale per la prestazione del servizio di GIPP inizialmente conferito dall'investitore non sofisticato, con espressa esclusione quindi

²⁷ Sono qualificati tali, per differenziazione, tutti gli investitori che non sono "*investitori sofisticati*", ossia che non sono "*un cliente professionale ai sensi dell'allegato II, sezione I, punto 1, 2, 3 o 4, della direttiva 2014/65/UE*" o che non hanno "*l'approvazione del fornitore di servizi di crowdfunding conformemente ai criteri e secondo la procedura di cui all'allegato II*" del Regolamento (UE) 2020/1503 in cui, a sua volta, è specificato che un *investitore sofisticato è un investitore che è consapevole dei rischi connessi all'investimento sui mercati dei capitali e dispone di risorse adeguate per assumersi tali rischi senza esporsi a eccessive conseguenze finanziarie*. Gli investitori sofisticati possono essere classificati come tali solo se soddisfano i criteri di identificazione" di cui alla Sez. I, dell'Allegato II, del Regolamento medesimo e se è seguita la procedura di cui alla Sez. II, dello stesso Allegato II.

della possibilità per quest'ultimo di esercitare tale diritto di "revoca" con riguardo ai pertinenti "investimenti in prestiti specifici" effettuati dal "gestore" per conto dell'investitore proprio in esecuzione del mandato in questione.

Per quanto riguarda invece il diverso aspetto delle regole di condotta da osservarsi nell'esecuzione del mandato di GIPP, di particolare interesse, per la sua rilevanza sistemica, è la disposizione di cui all'art. 6, par. 2, del Regolamento (UE) 2020/1503, ai sensi della quale al mandatario è fatto espresso obbligo, tra l'altro, di valutare il "*rischio di credito*" cui è così esposto l'investitore, dovendo segnatamente valutare il "*rischio di credito*" dei singoli "*progetti di crowdfunding*" (selezionati per il portafoglio dell'investitore), quello complessivo di ciascun "portafoglio" dell'investitore, nonché il rischio di credito dei "*titolari di progetti*" selezionati per conto dell'investitore.

In merito è altresì specificato che il prestatore del servizio di GIPP debba svolgere tale valutazione del rischio sulla base di "*criteri solidi e ben definiti e tenendo conto di tutti i fattori pertinenti che possono avere effetti sfavorevoli sul rendimento dei prestiti*", nonché provvedere a fornire all'investitore mandante anche un'adeguata *disclosure* in merito, tramite apposita "*descrizione del metodo utilizzato*" per effettuare detta valutazione.

Un adempimento quest'ultimo la cui effettiva utilità o "valore aggiunto" in punto di tutela degli investitori appaiono tuttavia molto dubbi, sia perché le informazioni tecniche così fornite agli investitori, segnatamente a quelli "*non sofisticati*", risultano presumibilmente da questi difficilmente intelleggibili, ovvero a questi poco utili, sia perché la natura e il contenuto del servizio in esame si caratterizzano proprio per il conferimento da parte degli investitori di un "mandato individuale" al prestatore del servizio di GIPP affinché sia quest'ultimo ad effettuare, appunto su base discrezionale (benché nel rispetto dei "parametri" precisati degli stessi investitori *ex art. 6, par. 2, del Regolamento (UE) 2020/1503*), scelte

d'investimento personalizzate per conto per ciascuno degli investitori suoi mandanti, dovendo in tal modo specificamente ottenere, quindi sotto la propria responsabilità, il “miglior risultato possibile” per tali investitori, senza che quest'ultimi debbano “preoccuparsi” o essere “gravati” dell'onere di dover esaminare e prendere una decisione di investimento esplicita in relazione a ciascuna offerta individuale di *crowdfunding* (cfr. art. 3, par. 4 e 5, del Regolamento (UE) 2020/1503).

Ulteriori e specifici obblighi di *disclosure* informativa in merito a “ciascun portafoglio individuale” gestito sono inoltre prescritti dall'art. 6, par. 4, del Regolamento (UE) 2020/1503 ai sensi del quale, dietro esplicita richiesta di un investitore, devono essere fornite “in modo continuativo” e “attraverso mezzi elettronici” un dettagliato e granulare set d'informazioni minime, attinenti essenzialmente ai tassi d'interesse dei prestiti compresi nel portafoglio (o alla forma alternativa di compensazione dell'investitore), alla loro rischiosità, ai costi e alla “valutazione del prestito” eventualmente svolta (comprensiva della valutazione circa il probabile rendimento effettivo del prestito)²⁸.

4. Il Regolamento (UE) 2020/1503 contempla la possibilità che un fornitore di servizi di *crowdfunding* possa, su base del tutto volontaria e discrezionale, anche

²⁸ In particolare le informazioni minime da fornire - a seguito però di richiesta dell'investitore - su ciascun portafoglio individuale gestito includono: a) l'elenco dei singoli prestiti di cui è composto il portafoglio; b) la media ponderata del tasso di interesse annuale sui prestiti in un portafoglio; c) la distribuzione dei prestiti sulla base della categoria di rischio, in percentuale e in numeri assoluti; d) le informazioni chiave per ciascun prestito di cui è composto un portafoglio, tra cui almeno il tasso d'interesse o la forma alternativa di compensazione dell'investitore, la data di scadenza, la categoria di rischio, lo scadenziario per il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi, il rispetto da parte del titolare del progetto di tali scadenze; e) per ciascun prestito di cui è composto il portafoglio, le misure di attenuazione del rischio, compresi fornitori di garanzie reali o fideiussori o altri tipi di garanzie; f) eventuali inadempimenti relativi ai contratti di credito da parte del titolare del progetto negli ultimi cinque anni; g) eventuali oneri pagati in relazione al prestito dall'investitore, dal fornitore di servizi di *crowdfunding* o dal titolare del progetto; h) qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* abbia effettuato una valutazione del prestito: i) la valutazione più recente; ii) la data della valutazione; iii) una spiegazione dei motivi per cui il fornitore di servizi di *crowdfunding* ha effettuato la valutazione; iv) una descrizione appropriata del probabile rendimento effettivo, tenendo conto di oneri e tassi di default.

istituire e altresì direttamente gestire un “fondo a copertura dei rischi” per la sua attività relativa alla GIPP. In particolare, pur in assenza di chiari elementi ermeneutici all’interno del Regolamento (UE) 2020/1503, pare doversi intendere che funzione tipica dei fondi della specie possa essere quella di “compensare gli investitori per le perdite che questi possono subire nel caso in cui i titolari di progetti non rimborsino i loro prestiti”²⁹.

Ferma la totale libertà e discrezionalità del fornitore di servizi di *crowdfunding* di procedere in tale senso, laddove però un fondo della specie sia effettivamente operante il fornitore di servizi di crowdfunding è obbligato a fornire agli investitori una serie di specifiche informazioni dettagliate nel per. 5 dell’art. 6 del Regolamento (UE) 2020/1503.

Tra queste vale segnalare innanzitutto quelle di cui all’avvertenza dove rendere in questo caso agli investitori tramite l’apposito “warning” sui rischi dell’investimento in progetti di crowdfunding secondo la formulazione standard pure codificata nello stesso Regolamento (UE) 2020/1503 alla *lett. a)*, del par. 5, del relativo art. 6³⁰.

Al riguardo appare di tutta evidenza la preoccupazione del legislatore unionale di “mettere in guardia” gli investitori del fatto che, contrariamente a quanto sembrerebbe dalla relativa denominazione, il fondo in questione non offre, a bene vedere, alcuna concreta ed effettiva garanzia o copertura dei rischi dell’investimento

²⁹ Cfr. considerando n. 5 del Regolamento Delegato (UE) 2022/2118 della Commissione del 13 luglio 2022 che integra il Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulla gestione individuale di portafogli di prestiti da parte di fornitori di servizi di crowdfunding, specificando gli elementi del metodo di valutazione del rischio di credito, le informazioni su ciascun portafoglio individuale da comunicare agli investitori e le politiche e le procedure richieste in relazione ai fondi a copertura dei rischi.

³⁰ In particolare è stabilito che l’ivi prescritta segnalazione di rischio deve recare la seguente avvertenza standardizzata: “Il fondo a copertura dei rischi che offriamo non garantisce il diritto a essere rimborsati; pertanto, può verificarsi che anche in caso di perdite gli investitori non ricevano una liquidazione. Il gestore del fondo a copertura dei rischi gode di assoluta discrezionalità per quanto riguarda l’importo da versare, compresa la possibilità di non effettuare alcun rimborso. Pertanto, gli investitori non dovrebbero fare affidamento su eventuali liquidazioni dal fondo a copertura dei rischi al momento di valutare se e quanto investire”.

in progetti di *crowdfunding*, ovvero questo non garantisce in alcun modo agli investitori “*il diritto a essere rimborsati*” specificamente in caso di *default* del prestito che hanno finanziato.

Tale assenza di garanzia è dovuta specificamente dalla “*assoluta discrezionalità*” di cui gode in materia il fornitore di servizi di *crowdfunding*, la quale non si esaurisce infatti nella sola decisione d’istituire o no un fondo della specie, ma è riconosciuta in modo pieno e sussiste anche riguardo alle concrete modalità gestione del fondo stesso. Il Regolamento (UE) 2020/1503 non prescrive infatti alcunché in merito ai tempi e ai modi di costituzione della provvista del fondo, alla sua gestione e suo utilizzo, nonché al grado di eventuale copertura dei rischi da questo offerta, lasciano quindi piena discrezionalità in materia al gestore del fondo, il quale ha pertanto anche facoltà di decidere “*di non effettuare alcun rimborso*” a favore degli investitori i quali devono essere quindi chiaramente avvisati di ciò tramite detta avvertenza standard codificata nel Regolamento (UE) 2020/1503.

Ciò posto, stanti anche tali caratteristiche del “fondo a copertura dei rischi” per l’attività di GIPP, in caso di sua istituzione il relativo fornitore di servizi di *crowdfunding* che lo gestisce deve fornire agli investitori tutta una serie d’informazioni utili a comprendere quale sia in concreto la “copertura” dei rischi in concreto offerta dal fondo in questione, ovvero un’adeguata descrizione della *policy* di gestione del fondo a copertura dei rischi. Al tal fine le informazioni da dover obbligatoriamente rendere in merito agli investitori riguardano, quanto meno: *a)* la fonte delle somme versate nel fondo; *b)* le modalità di disciplina del fondo; *c)* la proprietà delle somme; *d)* le valutazioni considerate dal gestore del fondo a copertura dei rischi al momento di decidere se e come esercitare il proprio potere discrezionale di versare liquidazioni dal fondo (compreso: – se il fondo a copertura dei rischi detiene o meno somme sufficienti per effettuare i versamenti; e – che il gestore del fondo a copertura dei rischi gode in ogni caso di assoluta discrezionalità

nel decidere se effettuare i versamenti o meno o nel decidere l'importo del versamento); e) la procedura per valutare se effettuare un rimborso discrezionale dalla riserva; f) le modalità con cui le somme versate nel fondo saranno trattate in caso di insolvenza del gestore del fondo a copertura dei rischi.

Ulteriori obblighi di *disclosure* informativa sono altresì prescritti in materia nei confronti del pubblico in generale per quanto riguarda però in questo caso “solo” lo specifico aspetto del “rendimento” del fondo a copertura dei rischi. In particolare devono essere infatti fornite al pubblico - su base trimestrale - informazioni relative a: a) l'entità del fondo rispetto al totale degli importi dovuti in relazione a prestiti pertinenti al fondo stesso; b) il rapporto tra i pagamenti effettuati utilizzando il fondo e il totale degli importi ancora dovuti come pagamento dei prestiti pertinenti al fondo medesimo.

Ad ogni buon conto vale infine osservare che le disposizioni del Regolamento (UE) 2020/1503 in materia non sono tuttavia esaustive, bensì rinviano a disposizioni integrative e attuative da adottarsi tramite appositi “atti delegati” della Commissione europea (a norma dell'art. 290 del TFUE e conformemente agli artt. 10 – 14 del Regolamento (UE) n. 1093/2010) anche con riguardo alle politiche, alle procedure e alle modalità organizzative di cui i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono disporre per quanto riguarda ogni eventuale fondo a copertura dei rischi che possono offrire.

Proprio in attuazione di questo approccio regolatorio *multi layered*, la Commissione europea ha quindi emanato il proprio Regolamento Delegato (UE) 2022/2118 del 13 luglio 2022³¹ volto ad integrare le disposizioni del Regolamento (UE) 2020/1503 con le pertinenti “norme tecniche di regolamentazione” in materia di GIPP, ivi specificando altresì le *policies*, le procedure di *governance* e le modalità organizzative di cui i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono dotarsi al fine di garantire che un fondo a copertura dei rischi sia gestito (diretta o tramite un fornitore

³¹ Cfr. precedente nota n. 13.

terzo) “con prudenza e possa conseguire i suoi obiettivi” (cfr. artt. 15 e ss. del Regolamento Delegato (UE) 2022/2118).

In particolare, rileva in materia che, al di là delle prescrizioni relative all’obbligo di dotarsi di una “struttura organizzativa e operativa solida e trasparente per qualsiasi fondo a copertura dei rischi” , le “norme tecniche di regolamentazione” di cui al Regolamento Delegato (UE) 2022/2118 prescrivono ad esempio che i fornitori di servizi di *crowdfunding* debbano disporre, tra l’altro, di chiare e documentate: a) “*politica di governance*” per disciplinare il fondo a copertura dei rischi e garantirne il “buon funzionamento” (cfr. art. 17); b) “*politica di finanziamento*” per determinare le modalità di finanziamento del fondo e le modalità di gestione dei proventi raccolti (art. 18); c) “*politica di esborso*” (ovvero “*di erogazione*”) per determinare in che modo gli specifici elementi ivi elencati siano tenuti in considerazione nella decisione di procedere a qualsiasi esborso dal fondo a favore degli investitori (art. 19); d) “*politica di continuità operativa*” al fine di garantire la capacità del fondo di operare su base continuativa e di limitare eventuali perdite nel caso di interruzione temporanea o definitiva dell’attività (art. 20).

Simone Mezzacapo

*Associato di Diritto dell’economia
nell’Università degli Studi di Perugia*

LE OFFERTE DI CROWDFUNDING TRA MERCATO PRIMARIO E SECONDARIO: IL REGIME DELLE BACHECHE ELETTRONICHE E LA CIRCOLAZIONE DELLE QUOTE DI S.R.L. *

(Crowdfunding offers between the primary and secondary markets: the electronic bulletin board regime and the circulation of limited liability company shares)

ABSTRACT: *First, the paper illustrates the subjective and objective characteristics of the different types of crowdfunding, analyzing the actors involved (the owner of the project to be financed, the investors and the crowdfunding service provider) and the subject of offers on the primary market. The circulation of the products offered on the secondary market is then illustrated with specific reference to limited liability company shares.*

SOMMARIO: 1. Il crowdfunding in generale: tipologie e normativa di riferimento. 2. Segue: le caratteristiche soggettive ed oggettive dell'operazione. Il crowdfunding mediante intermediazione nella concessione di prestiti: rinvio. 3. Il crowdfunding mediante collocamento e ricezione e trasmissione di ordini relativi a valori mobiliari e altri strumenti ammessi. 4. Le bacheche elettroniche 5. La circolazione delle quote di s.r.l. collocate tramite crowdfunding: criticità del regime alternativo previsto.

1. Con il termine “crowdfunding” si identifica in via generale il fenomeno che vede più persone (*folla* o *crowd*) conferire somme di denaro (*raccolta* o *funding*), anche di importo limitato, per finanziare (in senso lato)¹ un progetto imprenditoriale o comunque specifiche iniziative, di diverso genere, per il tramite di siti internet

* Contributo approvato dai revisori

¹ Se il crowdfunding si configura essenzialmente come un canale alternativo di finanziamento rispetto a quelli tradizionali, non è escluso il suo utilizzo anche per altre finalità, in quanto può rappresentare uno strumento di validazione per un'idea imprenditoriale, permettere ai promotori del progetto di entrare in contatto con un gran numero di persone che forniscono elementi e informazioni ed essere strumento di marketing (cfr. considerando n. 3 del Reg. UE del 7.10.2020 n. 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese).

(“piattaforme” o “portali”)². In particolare, l'incontro tra la domanda (da parte di chi ha bisogno di fondi) e l'offerta (da parte di chi vuole investire) avviene su piattaforme online che forniscono le informazioni sui singoli progetti e gestiscono i flussi di denaro.

Dunque il finanziamento di un progetto non dipende dalla valutazione fatta da un singolo intermediario - restandone il gestore della piattaforma sottratto al relativo rischio e dovendo mantenersi neutrale rispetto all'iniziativa³ – quanto piuttosto dalla capacità dei proponenti di convincere gli investitori (e un numero sufficiente di essi) a rischiare i propri fondi nel sostegno diretto del progetto.

In relazione alle finalità che muovono gli attori coinvolti nell'operazione⁴ e alla causa sottesa al conferimento del denaro, nonché alle previsioni o meno di ritorni economici o di altro tipo per i “finanziatori”, è possibile individuare diversi tipi di crowdfunding: il *lending-based crowdfunding* (anche detto *peer-to-peer lending* o *social lending*) che prevede il prestito di denaro ai promotori di un progetto attraverso la sottoscrizione di un contratto di finanziamento; l'*equity crowdfunding* che si connota per la finalità dei promotori del progetto di raccogliere capitale di rischio; il *donation crowdfunding* che si caratterizza per la dazione a titolo liberale (e dunque senza corrispettivo) di piccoli importi destinati al finanziamento di progetti sociali o culturali; il *reward crowdfunding*, nel quale i contributori ottengono una ricompensa in beni o servizi il cui valore non è necessariamente correlato all'importo versato.

Nel nostro ordinamento, tra i primi a disciplinarlo, il fenomeno ha avuto una

² Seppure il fenomeno è risalente nel tempo, il termine crowdfunding è stato coniato nel 2006 dal blogger statunitense Michail Sullivan che lanciò fundavlog, una sorta di incubatore per progetti legati al mondo dei videoblog.

³ Sulla essenziale “neutralità” del prestatore di servizi di crowdfunding, cfr. considerando n. 19, 21 e 26 del Reg. 2020/1503.

⁴ Il considerando n. 2 del Reg. 2020/1503 specifica che la prestazione di servizi di crowdfunding “coinvolge generalmente tre tipi di attori: il titolare di progetti che propone il progetto da finanziare, gli investitori che finanziano il progetto proposto e l'organizzazione di intermediazione nella forma di un fornitore di servizi di crowdfunding che fa incontrare i titolari di progetti e gli investitori su una piattaforma online”.

progressiva estensione dell'ambito sottoposto a regolamentazione, sia sotto il profilo soggettivo (con riferimento ai soggetti finanziati), che oggettivo (delle finalità sottese al finanziamento e dei prodotti finanziari sottoscrivibili). La prima disciplina risale all'art. 30, del d.l. 18.10.2012 n. 179 che, mediante un'apposita novella al TUF⁵, introdusse per le "start up innovative"⁶ la possibilità di reperire capitali di rischio attraverso portali on line⁷. Successivamente l'art. 1, comma 70 della legge n. 232/2016 (legge di bilancio per il 2017), nell'ambito degli interventi volti a favorire l'accesso al credito, estese a tutte le piccole e medie imprese (PMI) la possibilità di reperire capitale di rischio attraverso portali *online*. Con l'art. 1, commi 236-238 e 240 della legge n. 145/2018 (legge di bilancio per il 2019) è stato poi ampliata l'operatività dei portali anche alla raccolta di denaro tramite la sottoscrizione di strumenti finanziari di debito, riservandone la sottoscrizione a specifiche categorie di investitori. Da ultimo è intervenuto il Regolamento UE del 7.10.2020 n. 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese⁸, che nel nostro

⁵ In particolare, l'art. 30 del d.l. 179/2012 (conv. Con l. 17.12.2012 n. 221) introdusse nel TUF alla Parte II, Titolo III, il Capo III-quater dedicato alla "Gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative" per tali dovendosi intendere le piattaforme online che abbiano " .. come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale" (cfr. art. 1, comma 5-novies TUF, nella originaria versione). Il Capo in questione (composto di un solo articolo, il 50-quinquies) è stato successivamente modificato dall'art. 4 del D.L. n. 3 del 24.1.2015 (convertito con modificazioni dalla L. n. 33 del 24.3.2015), dalla L. n. 232 dell'11.12.2016, dall'art. 18 del D.Lgs. n. 112 del 3.7.2017 e dall'art. 2 del D.Lgs. n. 129 del 3.8.2017. Successivamente il Capo medesimo è stato dapprima rinominato come Capo I del Titolo III-*bis* della Parte II dall'art. 2 del D.Lgs. n. 165 del 25.11.2019 e in seguito abrogato dall'art. 1 del D.Lgs. n. 30 del 10.3.2023.

⁶ Cfr. art. 25 del citato d.l. 179/2012.

⁷ Aspetti specifici della disciplina sono stati poi dettati dalla Consob con il Regolamento n. 18592 del 2013. Dal canto suo la Banca d'Italia, pur non avendo ancora provveduto ad emanare il regolamento previsto dall'art. 4-sexies.1, comma 10 del TUF, ha pubblicato ad agosto 2023 il documento "Orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia in materia di fornitori specializzati di servizi di crowdfunding".

⁸ L'articolo 44 del Regolamento attribuisce alla Commissione europea il potere di adottare, a determinate condizioni e con limiti temporali, atti delegati recanti norme tecniche di attuazione, in base ai relativi progetti elaborati dall'ESMA. In esecuzione di tale delega la Commissione europea, ha adottato i seguenti atti delegati: 1) Regolamento Delegato (UE) 2022/2111, sugli obblighi in materia di conflitti di interesse a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding*; 2) Regolamento delegato (UE) 2022/2112 del 13.07.2022, che riporta, nel relativo Allegato, una descrizione dettagliata delle informazioni che l'istante deve fornire all'Autorità competente nell'ambito dell'istruttoria per l'autorizzazione come fornitore di servizi di *crowdfunding*; 3) Regolamento Delegato (UE) 2022/2113, sullo scambio di informazioni tra Autorità competenti concernenti l'attività di indagine e vigilanza sui

ordinamento è stato attuato, per i profili non direttamente disciplinati dal regolamento stesso, dal d.lgs. 10.03.2023 n. 30⁹, che ha emendato il TUF, sostituendo l'art. 1, comma 5-novies (con riguardo alla definizione di “servizi di crowdfunding”); inserendo l'art. 4-sexies (relativo alla individuazione delle autorità nazionali competenti alla vigilanza); abrogando l'art. 50-quinquies (concernente la precedente disciplina della gestione dei portali di crowdfunding, ora rimessa al Regolamento UE), sostituendo l'art. 100-ter che disciplina le “offerte di crowdfunding” con specifico riferimento alle quote di partecipazione in s.r.l., nonché riscrivendo gli articoli 190, comma 1-bis.1 e 190-quater, rispettivamente in tema di abusivismo d'attività e sanzioni amministrative in tema di servizi di crowdfunding¹⁰.

2. Ai sensi dell'art. 2, par. 1, lett. a) del Reg. UE 2020/1503 (cui rinvia l'art. 1, comma 5-novies del TUF) per «servizio di crowdfunding», si intende *“l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding¹¹, che consiste in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti; ii) collocamento*

fornitori di servizi di *crowdfunding*; 4) Regolamento Delegato (UE) 2022/2114, riguardante il *test* d'ingresso di verifica delle conoscenze e la simulazione della capacità di sostenere perdite per i potenziali investitori non sofisticati in progetti di *crowdfunding*; 5) Regolamento Delegato (UE) 2022/2115, sul metodo di calcolo dei tassi di *default* dei prestiti offerti su una piattaforma di *crowdfunding*; 6) Regolamento Delegato (UE) 2022/2116, sulle misure e le procedure del piano di continuità operativa dei fornitori di servizi di *crowdfunding*; 7) Regolamento Delegato (UE) 2022/2117, riguardante i requisiti, i formati *standard* e le procedure per il trattamento dei reclami; 8) Regolamento Delegato (UE) 2022/2118, sulla gestione individuale di portafogli di prestiti da parte di fornitori di servizi di *crowdfunding*, volto a specificare gli elementi del metodo di valutazione del rischio di credito, le informazioni su ciascun portafoglio individuale da comunicare agli investitori e le politiche e le procedure richieste in relazione ai fondi a copertura dei rischi; 9) Regolamento Delegato (UE) 2022/2119, sulla scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento.

⁹ Emanato in esecuzione della delega conferita dall'art. 5 della legge 4.08.2022, n. 127 (Legge di delegazione europea 2021).

¹⁰ Con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023, la Consob ha poi adottato il Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, in attuazione del Regolamento (Ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese e degli articoli 4-*sexies*.1 e 100-*ter* del TUF.

¹¹ Si definisce come “*piattaforma di crowdfunding, un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di crowdfunding*” (cfr. art. 2, par 1, lett. d) del Reg. UE 2020/1503

senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding”.

Dalla definizione riportata emerge che il perimetro sottoposto a regolamentazione europea riguarda solo la gestione di piattaforme finalizzate alla raccolta di capitale di debito o d'investimento, restando escluse le forme di crowdfunding animate da finalità liberali o sociali (c.d. *donation crowdfunding e reward crowdfunding*¹²).

La disciplina europea non pone poi particolari limiti soggettivi con riguardo alla natura degli attori coinvolti nell'operazione.

Quanto ai “fornitori” di servizi di crowdfunding, questi devono essere “persone giuridiche” (con esclusione quindi delle persone fisiche) stabilite nell'Unione e debitamente autorizzate in conformità all'art. 12 del Regolamento 2020/1503 (cfr. art. 3 del Reg. medesimo). Non devono peraltro avere oggetto esclusivo, essendo loro consentito di svolgere attività diverse dalla prestazione dei servizi in parola¹³, attività che, anche laddove connesse ai servizi di crowdfunding, sono escluse dall'assoggettamento alla regolamentazione europea, restando la relativa disciplina rimessa al legislatore domestico (cfr. art. 1, par. 2, lett. b) del Reg. 2020/1503)¹⁴.

¹² Anche laddove vi sia una ricompensa in beni o servizi per il contribuente, qualora il valore di questa non è correlato all'importo versato (*id est* non ne costituisce corrispettivo) e il progetto finanziato si caratterizzi per le finalità “sociali” che muovono il titolare del progetto, si resta al di fuori dell'applicazione della disciplina in esame, considerato, tra l'altro, che i progetti a tal fine rilevanti sono quelli relativi al finanziamento di “attività economiche”. Si veda anche la definizione di «progetto di crowdfunding» (art.2, par. 1, lett. l) a mente della quale, più puntualmente, sono tali “*la o le attività commerciali per le quali il titolare di progetti persegue l'obiettivo di ottenere finanziamenti tramite l'offerta di crowdfunding*”.

¹³ Cfr. Considerando n. 38 del reg. UE 2020/1503, il tutto nella logica di consentire la fornitura di un'ampia gamma di servizi ai propri clienti.

¹⁴ Seppure l'art. 12 del Reg., in tema di autorizzazione all'esercizio dei servizi di crowdfunding richiede che il programma di attività indichi esplicitamente solo i servizi medesimi e non le altre attività eventualmente svolte dal fornitore (che dunque non sono soggette a regime autorizzatorio), ciò non implica la loro irrilevanza a fini di vigilanza, considerato che alla domanda va allegato lo statuto

Nessuna limitazione vi è invece con riguardo ai contributori/investitori, che possono essere sia persone fisiche che persone giuridiche, distinguendo tuttavia il regolamento tra “investitori sofisticati e non sofisticati”, partizione rilevante ai fini del diverso regime di tutela riconosciuto alle categorie in parola¹⁵ e che richiama la differenza tra “cliente professionale e cliente al dettaglio” prevista dalla MiFid II, qualificandosene tuttavia in quanto viene anche data specifica rilevanza all’esperienza e alla conoscenza in materia di crowdfunding da parte dei potenziali investitori.

Con riguardo infine ai soggetti titolari del progetto da finanziare deve necessariamente trattarsi di imprese (sia persone fisiche che giuridiche), restando esclusa dall’ambito applicativo la prestazione di servizi di crowdfunding forniti a titolari di progetti che siano “consumatori” ai sensi della direttiva 2008/48/Ce¹⁶ (cfr. art. 1 par. 2, lett. a) del Reg. 2020/1503).

La normativa europea ha inoltre fatto venire meno la limitazione, in precedenza prevista nell’ordinamento nazionale, che circoscriveva la possibilità di ricorso al crowdfunding per il finanziamento di progetti inerenti (dapprima le) start-

(ove queste attività dovrebbero essere contemplate) e una descrizione dei rischi operativi del candidato, rischi che possono dipendere anche dallo svolgimento di attività a latere.

¹⁵ Nello specifico, per “investitore sofisticato” si intende il “cliente professionale” ai sensi della dell’allegato II, sezione I, punto 1, 2, 3 o 4, della direttiva MiFiD II, nonché la persona fisica o giuridica che sia riconosciuta come tale dal gestore della piattaforma, sulla base dei criteri identificativi previsti dall’ allegato II al Reg. 2020/1503 (cfr. art. 2, par. 1, lett. j). L’ “investitore non sofisticato” è destinatario di specifiche norme di tutela, tra le quali, la sottoposizione, a un test d’ingresso (art. 21), un periodo di riflessione contrattuale (considerando n. 47 e 48 e art. 22); obblighi informativi e di segnalazione di rischio rafforzati (art. 19, paragrafo 2, e art. 21, par. 4); necessità di un consenso esplicito al fornitore di servizi per la conclusione dell’operazione in caso di superamento di limiti all’investimento (considerando n. 46 e art. 21, par. 7).

¹⁶ Va peraltro tenuto presente che il 30 ottobre 2023 è stata pubblicata sulla Gazzetta ufficiale dell’Unione Europea la Direttiva 2023/2225/UE (CCD II), relativa ai contratti di credito ai consumatori, che abroga la direttiva 2008/48/CE (Consumer Credit Directive – CCD). Gli Stati membri dovranno adottare entro il 20 novembre 2025 le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla CCD II. Tali disposizioni saranno applicate a decorrere dal 20 novembre 2026. La Direttiva 2008/48/CE continuerà comunque ad applicarsi ai contratti di credito in corso al 20 novembre 2026 fino al loro termine.

up innovative e (poi anche le) PMI e imprese sociali¹⁷, così che non sussistono sotto questo profilo preclusioni tipologiche o dimensionali, pur se la soglia massima concernente l'ammontare dell'offerta per singolo titolare di progetto (vedi infra) conduce di fatto a confinare in ambiti ridotti la "taglia" delle imprese che possono essere interessate a far ricorso al crowdfunding.

Sotto il profilo oggettivo, la circostanza che finalità della disciplina è quella di agevolare gli "investimenti diretti" (al contempo evitando possibili arbitraggi regolamentari con gli intermediari abilitati alla gestione di patrimoni), limiti stringenti riguardano l'uso di strutture giuridiche che si frappongano tra il progetto e gli investitori. In particolare, al di là degli oneri informativi supplementari previsti¹⁸, il ricorso a società veicolo (quali le società di cartolarizzazione) resta consentito solo qualora giustificato dal fatto di permettere l'investimento in attività illiquide o indivisibili¹⁹.

Sempre sotto un profilo oggettivo, tenuto conto dei rischi associati agli investimenti legati al crowdfunding, nell'interesse della tutela degli investitori e della predisposizione di un meccanismo di disciplina di mercato²⁰, la regolamentazione europea introduce inoltre un importo massimo (pari ad euro 5.000.000) per le offerte di crowdfunding presentate da un determinato titolare di progetti²¹, limite applicabile

¹⁷ In tal senso l'abrogazione dell'art. 50-quinquies TUF ad opera del d.lgs. 30/2023, di attuazione del Reg. 2020/1503.

¹⁸ Cfr. la scheda informativa tipo sull'investimento di cui all'allegato I al Reg. 2020/1503, sub E) e H).

¹⁹ Cfr. considerando n. 22e art. 3, par. 6 del Reg. 2020/1503 a mente del quale "*Qualora per la prestazione di servizi di crowdfunding si ricorra a una società veicolo, deve essere offerta una sola attività illiquida o indivisibile tramite tale società veicolo. Tale prescrizione si applica su base look-through all'attività sottostante illiquida o indivisibile detenuta da strutture finanziarie o giuridiche possedute o controllate in tutto o in parte dalla società veicolo. La decisione si assumere un'esposizione rispetto a tale attività sottostante compete esclusivamente agli investitori.*"

²⁰ In tali termini cfr. considerando n. 16 del Reg. 2020/1503.

²¹ In particolare, l'art. 1, par. 3, lett. c) esclude l'applicazione del Regolamento alle offerte di crowdfunding superiori a un importo di euro 5.000.000, ricadendo le offerte eccedenti nella ordinaria disciplina relativa alla sollecitazione all'investimento (Reg. UE 2917/1129). Tale soglia deve essere calcolata su un periodo di 12 mesi come somma: i) del corrispettivo totale delle offerte di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding quali definiti all'articolo 2, paragrafo 1, lettere m) e n), del regolamento, e gli importi raccolti tramite prestiti su una piattaforma di crowdfunding da parte di un determinato titolare di progetti; e ii) del corrispettivo totale delle offerte al pubblico di valori mobiliari da parte del titolare di progetti di cui al punto i) in qualità di offerente ai sensi

alle offerte finalizzate sia alla raccolta di capitale di debito che d'investimento, e a prescindere se queste siano proposte (per il tramite della piattaforma) nell'esercizio dell'attività di intermediazione nella concessione di prestiti o in quella di collocamento di valori mobiliari e altri strumenti ammessi.

In particolare, con riguardo all'attività di intermediazione nella concessione di prestiti", nel rinviare per tutti al contributo del Prof. Lemma in questo stesso volume²², la circostanza che non vi sia assunzione di posizione di rischio da parte del gestore della piattaforma (e quindi non sia per lui configurabile raccolta del risparmio con obbligo di rimborso) esclude contrasti con la riserva d'attività bancaria e l'applicazione della relativa disciplina prudenziale²³. Per converso le banche (come gli altri intermediari finanziari vigilati, intesi in senso lato) possono richiedere l'autorizzazione alla prestazione di servizi di crowdfunding, restando soggette a una procedura autorizzativa semplificata²⁴.

L'attività in parola si differenzia poi anche da quella svolta dagli agenti in attività finanziaria e dai mediatori creditizi. Con riferimento ai primi in quanto gli agenti in attività finanziaria svolgono la loro attività su mandato di un intermediario o di più intermediari appartenenti al medesimo gruppo (cfr. art. 128-quater, c. 4,

dell'esenzione di cui all'articolo 1, paragrafo 3, o all'articolo 3, paragrafo 2, del regolamento (UE) 2017/1129.

²² V. Lemma, *Crowdfunding e disintermediazione creditizia, dallo shadow banking system alla nuova riserva di attività*,

²³ Cfr. art. 1, par. 3 del Reg. 2020/1503 che esclude non solo per il fornitore di servizi di crowdfunding la necessità di richiedere l'autorizzazione, ma anche per il titolare dei progetti e per gli investitori/finanziatori, in relazione ai prestiti intermediati dal fornitore di servizi di crowdfunding.

²⁴ Cfr. considerando n. 35 e art. 12, par. 14 del Reg. 2020/1503. Va peraltro precisato che la normativa domestica, nel ripartire tra Consob e Banca d'Italia le competenze autorizzative in materia (e a tal proposito si vedano le osservazioni critiche di F. Capriglione, *Brevi note sul crowdfunding*, in questo stesso volume), rimette alla Banca d'Italia il compito di autorizzare come fornitori di servizi di crowdfunding le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106 del TUB, senza menzionare le SGR (cfr. art. 4sexies.1, comma 4, del TUF), dovendosi per converso ritenere che l'autorizzazione allo svolgimento dell'attività in parola per le SIM e le sedi di negoziazione di strumenti finanziari spetti alla Consob secondo il regime autorizzatorio ordinario. La mancata menzione delle SGR conduce ad escludere che queste possono essere autorizzate a svolgere servizi di crowdfunding, laddove nella precedente disciplina (cfr. art. 50-quinquies TUF, ora abrogato) era previsto che i gestori di OICR potessero essere autorizzati a svolgere i servizi in parola.

del TUB), mentre, come detto, l'attività dei prestatori di servizi di crowdfunding si qualifica per il suo carattere "neutrale". Con riferimento ai mediatori creditizi la differenza va rinvenuta nella circostanza che sono tali i soggetti che mettono in relazione, anche attraverso attività di consulenza, banche o intermediari finanziari, con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma (cfr. art. 128-sexies del TUB), e dunque lo svolgimento dell'attività di mediazione creditizia da parte del gestore della piattaforma di crowdfunding sarebbe configurabile solo qualora fossero esclusivamente banche o intermediari finanziari ad avere accesso alla stessa e ad intervenire come "finanziatori", laddove la piattaforma pubblica fornisce un "accesso illimitato" agli investitori potenziali (cfr. cons. n. 10 del Reg. 2020/1503).

3. Con riguardo invece alla fattispecie di crowdfunding prevista all'art. 2, par. 1, lett. a), punto ii) del Reg. UE 2020/1503, il contenuto dell'attività, si caratterizza, come anticipato, nella "prestazione congiunta" di servizi di ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti e nel collocamento, senza impegno irrevocabile, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding.

Solo qualora attraverso la piattaforma si realizzino entrambe le attività, l'una finalizzata all'altra, sarà configurabile la prestazione del servizio di crowdfunding, con applicazione della relativa disciplina²⁵.

Va peraltro tenuto in conto che nella nozione di ricezione e trasmissione di ordini è compresa anche l'attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione fra loro (mediazione) (cfr. art. 1, comma 5-sexies del TUF)²⁶, sicchè sotto questo profilo resta

²⁵ In particolare, lo svolgimento congiunto delle due attività, unitamente alla sussistenza delle altre condizioni richieste dal regolamento (utilizzo di una piattaforma costituita da un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet per lo svolgimento dell'attività, limiti quantitativi, ecc.) esclude che risulti configurabile una violazione della riserva d'attività prevista in temi di servizi d'investimento e dunque la necessità di un'autorizzazione ai sensi della dir. 2014/65/UE (MiFID II).

²⁶ In verità, come detto, e salvo quanto appresso precisato, l'attività di crowdfunding si connota per mettere in contatto imprese e investitori e non investitori tra loro.

confermata, anche per tale forma di crowdfunding, la natura essenzialmente intermediativa dell'attività.

Con la precisazione che tale attività di intermediazione (ma l'osservazione, *mutatis mutandis*, vale anche per l'attività di intermediazione nella concessione di finanziamenti, con riferimento all'offerta di contratti di prestito) si qualifica per essere espressamente rivolta al collocamento "sul mercato primario" e, dunque, relativa e riferibile all'emissione di "valori mobiliari e strumenti ammessi ai fini del crowdfunding" e non alla loro successiva circolazione, salvo quanto appresso si puntualizzerà con riferimento al tema delle "bacheche elettroniche".

Il riferimento contenuto nella definizione ai "valori mobiliari"²⁷ e agli "strumenti ammessi ai fini del crowdfunding"²⁸ conduce a ritenere che l'oggetto dell'offerta non coincida con tutto il novero degli "strumenti finanziari"²⁹. In particolare, se l'esclusione degli strumenti di mercato monetario e dei contratti a termine e differenziali si fonda sulla natura essenzialmente finanziaria degli stessi (laddove come detto finalità del crowdfunding è il finanziamento "diretto" di progetti imprenditoriali), l'esclusione delle quote di organismi d'investimento collettivo, oltre che per la natura indiretta (*id est* di secondo grado) di tale forma d'investimento,

²⁷ Per la nozione di valore mobiliare, l'art. 2, par. 1, lett. m) del Reg. UE 2020/1503, rinvia all'art.1, par. 1, punto 44 della direttiva 2014/65/UE (MiFID II), ai sensi del quale per «valori mobiliari» si intendono "le categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali 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". In senso conforme l'art. 1, comma 1-bis del TUF.

²⁸ Per "strumenti ammessi ai fini di crowdfunding", per ciascuno Stato membro, si intendono "le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni" (cfr. art. 1, par. 1, lett. n) del Reg. UE 2020/1503).

²⁹ Ai sensi dell'allegato I, sez. C) della direttiva MiFID II (dir. 65/2014/UE) per "strumenti finanziari" si intendono, oltre i valori mobiliari, anche gli strumenti di mercato monetario, le quote di organismi d'investimento collettivo, i contratti a termine (opzioni, future, swap), gli strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito, i contratti finanziari differenziali, le quote di emissioni ai sensi della direttiva 2003/87/CE.

trova giustificazione nell'esigenza di evitare sovrapposizioni e confusioni con l'attività di gestione di patrimoni³⁰.

Al riguardo va peraltro segnalato che la normativa interna, all'art. 100-ter, comma 6, del TUF, contiene un richiamo agli "strumenti finanziari emessi da società a responsabilità limitata", ma tale riferimento deve intendersi effettuato impropriamente, considerato anche che la normativa codicistica, con riguardo alle s.r.l., non parla mai di "strumenti finanziari"³¹. Anche per i progetti di crowdfunding concernenti le s.r.l. oggetto dell'offerta potranno pertanto essere solo "valori mobiliari" emessi dalle stesse e quote di partecipazione.

Elemento cardine della disciplina (per ciascuna delle tipologie di crowdfunding) è la scheda che deve contenere le informazioni chiave sull'investimento, atte a consentire una determinazione informata e consapevole dell'investitore e che, proprio perché concepita in funzione delle caratteristiche delle offerte di crowdfunding e delle specifiche esigenze di tutela degli investitori, esonera il titolare del progetto, in sede di pubblicizzazione dell'offerta, dall'obbligo di pubblicazione del prospetto previsto dal regolamento UE 2017/1129 (cfr. cons. n. 50, 51 e 67).

Il contenuto della scheda informativa - che deve essere predisposta dal titolare del progetto e deve essere messa a disposizione dei potenziali investitori dal fornitore dei servizi di crowdfunding (cfr. art. 100-ter, comma 6, TUF) - è analiticamente individuato nell'allegato I al Regolamento 2020/1503/UE e in essa devono essere puntualmente riportate la clausola di esclusione della responsabilità³² e la

³⁰ Cfr. considerando n. 19 del Reg. 2020/1503 a mente del quale l'autorizzazione ottenuta dai prestatori di servizi di crowdfunding non dovrebbe concedere agli stessi " .. il diritto di prestare servizi di gestione patrimoniale individuale o collettivi".

³¹ Né, per dare contenuto al riferimento, pare possibile ritenere che il legislatore domestico abbia in tal senso inteso estendere la disciplina e consentire l'emissione da parte delle s.r.l. di titoli (strumenti finanziari) di debito, oltre l'ipotesi disciplinata dall'art. 2483 c.c., norma che non viene richiamata "in deroga", a differenza di quanto previsto per il 2468 c.c.

³² Cfr. art. 23, par. 6, lett. b) "*La presente offerta di crowdfunding non è stata verificata né approvata dalle autorità competenti né dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). L'idoneità della Sua esperienza e delle Sue conoscenze non è stata necessariamente valutata prima di concederLe l'accesso a questo investimento. Se procede all'investimento, si assume pienamente i rischi connessi all'investimento stesso, compreso il rischio di perdita parziale o totale del denaro*

segnalazione di rischio³³ contemplate all'art. 25 del Regolamento stesso, norma che puntualmente individua anche le modalità di redazione della stessa. Le informazioni contenute nella scheda devono risultare corrette, chiare e non fuorvianti (anche nelle loro traduzioni) e devono essere costantemente aggiornate per la durata dell'offerta. Il titolare del progetto è responsabile di eventuali informazioni imprecise o fuorvianti, così come della omissione di informazioni fondamentali per la valutazione del progetto (cfr. art. 100-ter, comma 7, TUF), spettando invece al fornitore dei servizi di verificare la completezza, correttezza e chiarezza delle informazioni fornite e, in difetto, chiederne un adeguamento, in mancanza del quale cancellare l'offerta di crowdfunding (art. 23, par. 1 e 12, del Reg. 2020/1503).

4. Come detto, non rientra nel perimetro della disciplina del crowdfunding (essendo questa in linea di principio rivolta a mettere in contatto imprese e investitori) l'attività di intermediazione sul mercato secondario, relativa allo scambio dei titoli tra investitori (così come anche la circolazione dei contratti di prestito intermediati).

Per favorire la trasparenza e il flusso di informazioni nonché comunque agevolare la smobilizzazione dei valori mobiliari e degli altri prodotti finanziari e contratti di prestito collocati attraverso il crowdfunding - senza che venga lesa la riserva di attività relativa all'esercizio di sedi di negoziazione di strumenti finanziari (attività questa riservata a gestori di mercati regolamentati, MTF e OTF) – la disciplina europea prevede tuttavia che i fornitori di servizi di crowdfunding consentano ai

investito".

³³ Cfr. art. 23, par. 6, lett. c) "*L'investimento nel presente progetto di crowdfunding comporta rischi, compreso il rischio di perdita parziale o totale del denaro investito. Il Suo investimento non è coperto dai regimi di garanzia dei depositi istituiti in conformità della direttiva 2014/49/UE del Parlamento europeo e del Consiglio. Il Suo investimento non è coperto dal sistema di indennizzo degli investitori istituito in conformità della direttiva 97/9/CE del Parlamento europeo e del Consiglio. Potrebbe non ricevere alcun ritorno sull'investimento. Questo non è un prodotto di risparmio e si consiglia di non investire più del 10 % del proprio patrimonio netto in progetti di crowdfunding. Potrebbe non essere in grado di vendere gli strumenti di investimento quando lo desidera. Qualora riesca a venderli, potrebbe tuttavia subire perdite*".

soggetti che hanno investito attraverso le loro piattaforme di pubblicizzare in una bacheca elettronica sulla loro piattaforma il loro interesse per l'acquisto o la vendita di prestiti, di valori mobiliari o di strumenti ammessi a fini di crowdfunding inizialmente offerti sulla stessa piattaforma, purché la bacheca elettronica non faccia incontrare gli interessi di acquisto o di vendita di diverse parti terze in maniera tale da dare luogo a un contratto a seguito di detta pubblicità (cfr. considerando n. 55 e art. 25 del Reg. 2020/1503).

Ciò che viene escluso è dunque che attraverso la bacheca elettronica si possa addivenire a un “abbinamento” tra domanda e offerta³⁴, e dunque alla conclusione di contratti; in altri termini, le bacheche elettroniche non possono consistere in un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale. Si ricadrebbe altrimenti nell’attività di gestione di sedi di negoziazione, per lo svolgimento della quale il fornitore di servizi di crowdfunding dovrebbe dotarsi di apposita e separata autorizzazione quale impresa di investimento (ai sensi dell'articolo 5 della direttiva 2014/65/UE) o quale mercato regolamentato (ai sensi dell'articolo 44 della medesima direttiva).

Al fine di evitare fraintendimenti, i fornitori di servizi di crowdfunding che gestiscono bacheche elettroniche sono tenuti a comunicare agli investitori che, nello svolgimento di tale attività non operano quali sedi di negoziazione e che qualunque attività di acquisto o vendita dei valori mobiliari e dei contratti pubblicizzati e originariamente collocati dalla piattaforma avviene a discrezione e sotto la responsabilità dell’investitore (cfr. cons. n. 55 e art. 25, par. 3, lett. a) del reg. 2020/1503).

³⁴ Invero, l’art. 2, par. 1, lett. a) del Reg. 2020/1503, nel dettare la nozione di “servizio di crowdfunding”, in via generale, lo definisce come “*l’abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding*”, declinando poi in concreto le attività che lo sostanziano a seconda si tratti di operazioni finalizzate al raccolta di capitale di debito o d’investimento investimento. Dalla declinazione in concreto delle attività (che, come detto, si connotano per la loro natura “intermediativa”) si evince che il concetto di “abbinamento” preso in considerazione dalla norma riportata riguarda solo la messa a confronto (attraverso la pubblicizzazione) e non l’incontro degli interessi e la conclusione del contratto, che devono avvenire al di fuori del sistema.

Vale la pena precisare che l'attività in parola è un'attività necessariamente "derivata", con la conseguenza che, da un lato, solo al fornitore di servizi di crowdfunding che abbia originariamente collocato il "prodotto" sarà possibile pubblicizzare gli interessi di acquisto e vendita relativi al prodotto stesso; dall'altro, che l'attività in questione non può essere oggetto di autorizzazione a sé stante, che prescinda da quella principale alla gestione di servizi di crowdfunding.

Per il resto al crowdfunder, che gestisca bacheche elettroniche nel senso suddetto, si applicano con riferimento alle stesse tutti gli altri presidi che riguardano l'attività dallo stesso svolta sul "mercato primario". In particolare, con riferimento alla scheda informativa sull'investimento che deve essere richiesta e resa disponibile dai clienti³⁵, alle informazioni che il crowdfunder deve fornire sul rendimento dei prestiti intermediati e a quelle specifiche che devono essere ricevute dagli investitori non sofisticati (cfr. art. 25, par. 3, lett. b), c) e d) del Reg. 2020/1503).

5. Si è detto come le offerte di crowdfunding (diverse da quelle che si compendiano nella intermediazione nella concessione di prestiti) possano avere ad oggetto sia valori mobiliari che "strumenti ammessi ai fini di crowdfunding", per tali dovendosi intendere, in relazione alla disciplina di ciascuno Stato membro *"le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni"* (cfr. art. l'art. 2, par. 1, lett. n) del Reg. UE 2020/1503). Caratteristica di questi strumenti è la circostanza che rappresentino una partecipazione al capitale di rischio di una società a responsabilità limitata (*shares* nella versione inglese del regolamento) e la loro trasferibilità.

Ove si abbia riguardo alle "azioni" disciplinate dal diritto nazionale, queste peraltro già ricadrebbero nel concetto di "valori mobiliari", pertanto il riferimento agli

³⁵ Invero trattandosi di investitori che intendono smobilizzare il loro investimento, la scheda informativa non potrà che essere quella originaria.

“strumenti” in parola deve essere essenzialmente imputato alle “quote di s.r.l.”, per le quali tradizionalmente si esclude la loro riconducibilità alla nozione di “valori mobiliari” o di “strumenti finanziari”, ritenendole qualificabili come “prodotto finanziario” (ex art. 1, comma 1, lett. u) del TUF)³⁶.

Nel nostro ordinamento l’art. 100-ter, rubricato “offerte di crowdfunding³⁷”, contiene per l’appunto la disciplina applicabile nel caso in cui l’oggetto dell’offerta sia costituito da quote di s.r.l., il tutto nell’ottica di rendere più agevole il collocamento e la sottoscrizione, nonché il successivo trasferimento.

La disposizione si pone in chiave espressamente derogatoria rispetto all’art. 2468, primo comma, c.c. a mente del quale le quote di partecipazione in s.r.l.³⁸ non possono essere oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, e introduce un meccanismo alternativo per la sottoscrizione e la successiva alienazione delle quote di s.r.l. rispetto quelli previsti dall’art. 2470 c.c. e dall’art. dall'articolo 36, comma 1-bis, del d.l. 112/2008.

Tale meccanismo, che deve essere scelto dall’investitore in sede di adesione all’offerta (applicandosi altrimenti i regimi ordinari), prevede che la sottoscrizione delle quote possa essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-bis), ed e) del TUF (e dunque potenzialmente anche

³⁶ Per tutti si rinvia a E. Cusa, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. delle società*, 2019, 675 s.s., ove si analizzano le condizioni in presenza delle quali le quote di s.r.l. sarebbero suscettibili nel concetto di valore mobiliare, tra l’altro argomentando dall’originaria versione dell’art. 100-ter TUF, ora abrogata.

³⁷ Invero, la rubrica appare fuorviante nella misura in cui disciplina le offerte di crowdfunding limitatamente al caso in cui abbiano oggetto quote di s.r.l.

³⁸ La disposizione non chiarisce se risulti applicabile alle sole s.r.l. ordinarie, ma anche a quelle a capitale ridotto e a quelle semplificate, circostanza che non sembra da escludere, trattandosi di articolazioni della medesima tipologia societaria. La circostanza che il capitale di queste s.r.l. debba essere inferiore ad euro 10.000, rende sostanzialmente irrilevante la questione, salva l’ipotesi in cui finalità del promotore sia non tanto quella di raccogliere una quantità elevata di capitale, ma quella di coinvolgere nel progetto molti investitori, attraverso l’offerta frazionata delle quote.

per il tramite dello stesso fornitore di servizi di crowdfunding, qualora abilitato³⁹) che effettuano la sottoscrizione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta di crowdfunding.

In particolare, l'adesione all'offerta dei sottoscrittori, nell'ipotesi in esame, comporta *“il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati affinché i medesimi effettuino l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori, tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute”*. E' poi previsto che gli intermediari depositino presso il registro imprese, entro trenta giorni dalla chiusura dell'offerta, *“ .. una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di terzi, sopportandone il relativo costo”*, e rilascino, *“ .. a richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione (costituente mero titolo di legittimazione) comprovante la titolarità delle quote”* per l'esercizio dei relativi diritti sociali e patrimoniali. L'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avverrà poi mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario (cfr. art. 100-ter, comma 2, TUF).

Sotto il profilo operativo, pertanto, nel registro imprese risulterà iscritto quale socio l'intermediario non essendo contemplata la possibilità di pubblicizzare presso il registro imprese l'intestazione in nome proprio e per conto altrui, salva l'eventuale comunicazione circa l'individuazione del titolare effettivo (qualora ne ricorrano i presupposti) da effettuare ai sensi della normativa antiriciclaggio.

La disciplina descritta presenta molteplici punti di criticità e incompletezza, con riguardo, tra l'altro, alla circostanza se, in tal caso, le quote di s.r.l. possano giovare (a tutela del cliente) del regime di separazione patrimoniale di cui all'art. 22 TUF, all'affievolirsi del regime di trasparenza circa la titolarità delle quote di s.r.l.

³⁹ Tale eventualità sembra tuttavia stridere con il principio di “neutralità” che dovrebbe contraddistinguere la posizione e l'operato del prestatore di servizi di crowdfunding ai sensi della normativa europea.

assicurato dal registro imprese (non essendo pubblici i registri tenuti dagli intermediari), nonché alla mancanza di una disciplina espressamente riferibile ai vincoli e ai trasferimenti di diritti parziari sulle quote stesse. Relativamente a tali questioni non supplisce peraltro la facoltà per i sottoscrittori e i successivi acquirenti di richiedere, in ogni momento, l'intestazione diretta a se' stessi delle quote di loro pertinenza.

Analogamente appare discutibile la previsione secondo la quale *“l'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da società a responsabilità limitata ovvero di quote rappresentative del capitale delle medesime ..”,* effettuati secondo il regime alternativo, *“ .. non necessita della stipulazione di un contratto scritto”* (comma 5). Sull'improprietà del riferimento al termine “strumenti finanziari” si è già sopra argomentato; con riferimento poi all'esecuzione dei trasferimenti successivi, considerato che questi non avvengono per il tramite della piattaforma (essendo le bacheche come detto sistemi di pubblicizzazione delle offerte che non svolgono funzioni di abbinamento e potendo comunque i trasferimenti di quote originariamente collocate per il tramite della piattaforma avvenire anche direttamente tra privati) non si vede come si possa prescindere da un contratto scritto. In altri termini, l'intermediario che tiene i registri dovrà avere sempre prova del trasferimento della partecipazione dal soggetto a) al soggetto b), quantomeno per effettuare gli annotamenti e rilasciare la certificazione. Ciò salvo ritenere che la previsione in parola non vada limitata alla sola fase del collocamento, anche se in tale ipotesi vi è comunque un'adesione all'offerta che si manifesta non in via orale.

Infine, la previsione secondo cui ogni corrispettivo, spesa o onere gravante sul sottoscrittore, acquirente o alienante è indicato nel portale dell'offerta, nonché in apposita sezione del sito internet di ciascun intermediario, essendo in difetto, nulla dovuto agli intermediari, non sembra tenere conto di quali costi effettivamente questi si facciano carico. E' infatti l'intermediario che risulta iscritto presso il registro

imprese e ciò implica che la sua attività non possa limitarsi al rilascio della certificazioni a richiesta del proprietario, in quanto nei confronti della società e dei terzi risulterà l'intermediario il titolare della partecipazione (cfr. art. 2470, primo comma c.c., che non viene derogato dalla disciplina in oggetto), circostanza questa che comporterà un costante contatto e comunicazioni continue con il cliente, alla stregua del lavoro svolto dalle società fiduciarie.

Marco Sepe

*Ordinario di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi Unitelma Sapienza*

LA TUTELA DELL'INVESTITORE NELLE OPERAZIONI DI CROWDFUNDING *

(Investor protection in crowdfunding transactions)

ABSTRACT: *The paper analyzes the peculiarities emerging from Regulation (EU) 2020/1503 on the subject of investor protection within crowdfunding operations, distinguishing the tools applicable to all investors from those which are reserved for non-sophisticated investor. The positive evaluation of the innovations introduced by Regulation (EU) 2020/1503 cannot lead to neglecting the need for greater investor protection in relation to the individual portfolio management of loans which does not seem to fully respond to the needs of investor protection.*

SOMMARIO: 1. Il *crowdfunding*, le peculiari esigenze di protezione degli investitori e la distinzione fra investitori “s sofisticati” e “non sofisticati”. – 2. Gli strumenti di protezione comuni a tutti gli investitori: il dovere del fornitore del servizio di agire nel migliore interesse dei “clienti”. – 2.1. *Segue:* Le informazioni precontrattuali. - 3. Le tutele riservate all’investitore “non sofisticato”: la valutazione di appropriatezza. – 3.1. *Segue:* Il diritto di recesso. – 4. Conclusioni.

1. Il *crowdfunding*, fenomeno oggi ancora qualificabile come “di nicchia” dal punto di vista del volume di risorse raccolte, lascia emergere come i periodi di crisi stimolino la “creatività” degli operatori del mercato alla costante ricerca di nuove e più performanti forme di finanziamento parallele al canale bancario o che rappresentino un adeguato sucedaneo a queste¹. Si tratta di un fenomeno tanto variegato da risultare molto difficile la sua riconduzione ad unità soprattutto in relazione agli interessi che, di volta in volta, i clienti del fornitore di servizi di

*Il presente contributo è stato sottoposto a referaggio.

¹ MINNECI, Equity crowdfunding: *gli strumenti a tutela dell’investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, p. 509 ss.

crowdfunding (siano essi i titolari dei progetti che sollecitano la raccolta di risorse o gli investitori) intendono realizzare tramite tale servizio². Si tratta di un'attività che, sia nelle forme del *lending* che – e forse soprattutto - in quelle dell'*equity*³, hanno rappresentato un valido canale per la raccolta di risorse da parte di piccole imprese, sovente assunti le forme delle *start up* innovative⁴. Queste, grazie a progetti spesso “seducenti” per investitori sensibili alle novità tecnologiche - e che sovente mostrano una certa attenzione anche per i profili sociali ed ambientali⁵ -, riuscivano a drenare dal mercato discrete quantità di risorse⁶.

² Pur esulando dalla presente indagine si pensi, al solo fine di apprezzare la varietà delle iniziative che si sviluppano intorno ad un fenomeno di tal genere che, a volte, la raccolta di risorse fra il pubblico non è mossa neanche da una volontà di investimento ma è mossa da spirito esclusivamente solidaristico. Cfr., ZINNO, *Il donation-based crowdfunding: riflessioni sul dono in rete*, in *Contr. impr.*, 2022, p. 1104 ss.

³ Non vi è dubbio che sia stata tale ultima tipologia di *crowdfunding* a sollecitare il maggior interesse nella dottrina. V., fin d'ora, ACCETTELLA e CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, p. 237 ss.; DE LUCA, FURNARI e GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, VIII, Torino, 2017, p. 159 ss.; LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1237 ss.; MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, p. 650 ss.; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, p. 371 ss.; CORBÒ, *L' "equity crowdfunding" e la proposta di Regolamento per l'istituzione di un passaporto europeo*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, 1s, p. 85 ss. V., pure, ALVISI, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *www.dirittobancario.it*, 2014. Da tale fattispecie, parte della dottrina distingue il c.d. *Debt crowdfunding* consistente nella raccolta di obbligazioni e strumenti finanziari di debito da parte delle PMI, AMATO, *Il Debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding*, in *www.dirittobancario.it*, 2019; POLICARO, *Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia*, in *Osserv. dir. civ. comm.*, 2020, p. 161 ss.

⁴ FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2285 ss.

⁵ Si pensi al fenomeno del social landing, su cui A. LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2017, p. 309 ss.; LEPORE, *Prospettive e limiti dei nuovi modelli finanziari alternativi: il social lending e il crowdfunding*, in DI SABATO LEPORE, *Sharing economy. Profili giuridici*, Napoli, 2018, p. 61 ss.; MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, p. 63 ss.

⁶ Importanti sono gli studi che, in ambito finanziario, fanno dialogare le scienze cognitive con i processi decisionali che portano un soggetto ad effettuare scelte di investimento. È noto, infatti, che le scelte degli investitori non sempre vengono prese all'esito di decisioni totalmente razionali. Cfr., MORERA e MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole ... ma soprattutto persone*, in *An. giur. econ.*, 2012, n. 1, p. 19 ss.; MORERA, *Nuove prospettive per l'educazione finanziaria*, in *Foro it.*, 2015, V, c. 125 ss. Si veda, pure, RANGONE, *Errori cognitivi e scelte di regolazione*, in MORERA e VELLA (a cura di), *Finanza comportamentale. Investitori a razionalità limitata*, in *An. giur. econ.*,

Il punto di congiunzione di tale ventaglio di diverse soluzioni operative può essere individuato, quindi, proprio nella raccolta fra il pubblico dei potenziali “investitori” di risorse che vengono sottratte al consumo immediato per essere destinate ad una diversa finalità cosa che, quindi, proietta anche il servizio di *crowdfunding* nel quadro costituzionale di cui all’art. 47 cost.⁷ richiedendo la predisposizione di adeguate forme di tutela dell’investitore.

Vero è che le annose problematiche connesse alla protezione dell’investitore vengono qui mitigate, sotto un profilo quantitativo, dalla tendenziale scarsa rilevanza delle singole operazioni di investimento poste in essere dai “finanziatori” dei progetti⁸ ma, tutto ciò, non scalfisce il bisogno di sicurezza che i medesimi soggetti manifestano di fronte all’ordinamento soprattutto in relazione ad un servizio economico emergente.

Alla “creatività” degli operatori del mercato, quindi, fa seguito l’interesse del legislatore verso il fenomeno in commento che, già manifestato al livello domestico⁹, ha più recentemente ritrovato vigore nella legislazione europea che, con il Regolamento (UE) 2020/1503¹⁰, è intervenuta sul punto nel tentativo di creare un

2012, p. 12 s.; ROSSANO, *Il contributo delle scienze cognitive nella valutazione della propensione al rischio*, *ivi*, p. 92 s.; MORERA, *Irrazionalità del contraente investitore e regole di tutela*, in ROJAS ELGUETA e VARDI (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014, p. 201 ss.; SOCCORSO, *La centralità dell’informazione nella relazione intermediario–cliente. I riflessi dei deficit cognitivi e dei bias comportamentali degli individui sul corretto adempimento degli obblighi previsti dal quadro normativo e regolamentare di riferimento*, *ivi*, p. 211 ss.

⁷ BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di “equity crowdfunding”*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2019, I, p. 103 ss.

⁸ Si tratta di un tratto ricorrente nella pratica ma non di un vincolo di natura normativa. V., MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in *www.dirittobancario.it.*, p. 26

⁹ V., il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 convertito con modifiche con l. 17 dicembre 2012, n. 221 e, sotto il profilo della disciplina regolamentare, il Regolamento Consob 26 giugno 2013, n. 18592 e successive modifiche. V., sul punto, TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 519 ss.

¹⁰ Per qualche prima considerazione sul Regolamento menzionato: CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, p. 501 ss.; PERRINO, *Appunti sul lending-based crowdfunding nel reg. UE 2020/1503*, in *Banca, impr., soc.*,

sistema di regole omogenee al livello comunitario in grado di eliminare le differenti scelte regolatorie autonomamente assunte dagli Stati membri e facilitare, per tal via, l'erogazione transfrontaliera del servizio¹¹. L'emanazione del suddetto Regolamento ha generato, sul versante domestico, l'esigenza di apportare i dovuti adattamenti della normativa nazionale tramite il d.lg. 30 marzo 2023, n. 30¹².

Va detto fin d'ora che il sistema di regole delineato dal legislatore europeo appare condizionato dall'esigenza di bilanciare correttamente gli interessi in gioco con le peculiarità del servizio offerto cosa che ha spinto lo stesso, da un lato, ad escludere l'applicazione diretta delle disposizioni di cui alla direttiva MiFID II (dir. 2014/65/UE) ai fornitori di servizi di *crowdfunding* ma¹³, dall'altro, a prevedere anche specifici presidi di protezione nel Regolamento (UE) 2020/1503 che riprendono, adattandoli, gli strumenti di tutela che la direttiva sopra menzionata riserva agli investitori.

Appare rilevante segnalare, prima di passare all'analisi degli aspetti sostanziali, che il Regolamento europeo sul *crowdfunding* distingue gli investitori "s sofisticati" da quelli "non sofisticati". Si tratta dell'individuazione di due diverse categorie di

2022, p. 27 ss.; PIATTELLI, *Il nuovo Regolamento europeo sul crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, p. 427 ss.; ROSSI, *Il nuovo Regolamento europeo sui servizi di crowdfunding: l'Europa e il mercato della condivisione*, in *Contr. e impr./Europa*, 2021, p. 587 ss.

¹¹ V., i considerando n. 6 e 8 del Regolamento (UE) 2020/1503. La disciplina europea si applicherà a tutti i servizi oggetto di disciplina con contestuale impossibilità per gli operatori di optare per i regimi domestici, salve le deroghe previste nel periodo transitorio. V. i considerando nn. 76 e 77 e quanto dispone l'art. 48 del Regolamento (UE) 2020/1503, In dottrina, pur riferendosi alla proposta di regolamento che sembrava adottare una posizione maggiormente flessibile, v. VALIANTE, *Il crowdfunding e la nuova proposta di regolamento UE*, in *Riv. dir. soc.*, 2018, p. 959 ss.

¹² Cfr., FREGONARA, *L'attuazione del regolamento europeo in materia di crowdfunding*, in *www.dirittobancario.it*, 2023.

¹³ V., in tal senso, l'art. 1 della Direttiva (UE) 2020/1504 nonché il considerando n. 75 del Regolamento (UE) 2020/1503. Sul punto, v. S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, cit., p. 501 ss., ove, dopo aver rilevato l'inapplicabilità delle norme di condotta stabilite dalla Direttiva MiFID II, evidenzia che "le regole di condotta previste nel regolamento per i gestori dei portali riecheggiano, sia pure con oneri alleggeriti, quelle stabilite per gli intermediari che prestano servizi di investimento ai sensi della MiFID. L'approdo del *crowdfunding* ad una regolamentazione a livello europeo si compie pertanto nel segno di un parziale avvicinamento alla disciplina prevista per le attività e i servizi di investimento".

investitori che ricalca la più familiare distinzione contenuta nella Direttiva MiFID II che separa gli investitori in “clienti professionali” e “clienti al dettaglio”¹⁴. In particolare, la definizione di “investitore sofisticato” è contenuta all’art. 2, par. 2 lett. j del Regolamento sul *crowdfunding* che, per l’appunto, richiama espressamente la figura del “cliente professionale” di cui alla disciplina sull’intermediazione finanziaria. In concreto, poi, le caratteristiche di tale tipologia di investitore vengono individuate all’Allegato II al medesimo Regolamento nel quale, peraltro, viene anche individuata la procedura seguendo la quale un investitore “comune” può richiedere di essere trattato quale “investitore sofisticato”. La categoria degli “investitori non sofisticati”, richiamata dall’art. 2, par. 2, lett. k del Regolamento sul *crowdfunding*, si ricava invece per sottrazione includendo tutti gli investitori che non siano qualificabili come “sofisticati” di diritto o per una propria richiesta.

La distinzione sopra prospettata assume centrale rilevanza ai fini della presente trattazione poiché riverbera i suoi effetti in termini di individuazione degli strumenti di protezione previsti a tutela dell’investitore che, come a breve si vedrà, risultano logicamente più ampi e completi per gli investitori “non sofisticati” rispetto a quelli riservati agli investitori “sofisticati” i quali, proprio grazie all’esperienza maturata ed alla maggiore capacità di sopportare perdite, richiedono una minore attenzione da parte dell’ordinamento.

2. Cercando dunque di sistematizzare la tematica, sembra opportuno segnalare che primario aspetto protettivo, riferibile a qualunque tipologia di investitore, è rinvenibile nei generali obblighi di condotta delineati dal Regolamento europeo sul *crowdfunding* che, riprendendo anche sotto un profilo lessicale l’impostazione propria del t.u.f., all’art. 3 par. 2 richiama i fornitori di servizi di

¹⁴ Cfr., in tal senso, il considerando n. 42 del Regolamento UE sul *crowdfunding*. In generale, e diffusamente, sulla classificazione della clientela in ambito finanziario, v. MINNECI, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Milano, 2013, *passim*.

crowdfunding ad agire in modo “onesto, equo e professionale e nel miglior interesse dei clienti”. Si tratta, in generale, del tentativo di rendere cogenti anche nell’ambito qui in esame quelle classiche regole di correttezza che dovrebbero dominare il mercato mobiliare funzionalizzandole, però, alla principale finalità di realizzare gli interessi di tutti quei soggetti che accedono al mercato in parola.

Va infatti segnalato, in primo luogo, che la disposizione menzionata faccia espresso riferimento ai “clienti” del fornitore dei servizi di *crowdfunding* quali destinatari di tale obbligo generale di condotta e, come noto, la definizione di “cliente” adottata da parte del Regolamento comprende non solo gli “investitori” (tanto quelli “sostanziosi” quanto quelli “non sostanziosi”) ma anche i titolari dei progetti che, tramite la piattaforma, richiedono risorse al mercato¹⁵. Il fornitore dei servizi di *crowdfunding*, quale operatore neutrale all’interno di tale mercato¹⁶, dovrebbe quindi assolvere tali obblighi nei confronti di entrambi i soggetti che partecipano all’operazione astenendosi dal porre in essere condotte che privilegino la realizzazione di obiettivi diversi da quelli perseguiti dai clienti che rappresentano i due “poli” dell’operazione di *crowdfunding*.

Il richiamo all’obbligo di “agire nel migliore interesse del cliente” ha, però, suscitato qualche dubbio interpretativo in chi ha segnalato la difficoltà di conciliare tale dovere con l’assenza di un rapporto di natura fiduciaria che lega il cliente al fornitore del servizio il quale, tendenzialmente, avrebbe il mero ruolo di garante dell’ordinato svolgimento dei rapporti economici che si realizzano tramite la propria

¹⁵ Va tuttavia segnalato che nel corpo del regolamento si rinvencono ipotesi nelle quali il legislatore europeo utilizza la parola “cliente” intendendo però riferirsi esclusivamente all’investitore. Non è peregrino pensare che, anche in questo caso, sia rinvenibile una frettolosa stesura della disposizione posto che, con tutta evidenza, l’obbligo di agire nel miglior interesse del “cliente” viene tendenzialmente riferito proprio alla particolare cura ed attenzione che un prestatore di servizi finanziari deve avere per la realizzazione degli obiettivi del soggetto profano rispetto al mercato.

¹⁶ Cfr., il Considerando n. 26 del Regolamento sul *crowdfunding*.

piattaforma¹⁷. È però evidente, come peraltro nota la medesima dottrina, che a prescindere dal ruolo più o meno intenso che assume il fornitore dei servizi di *crowdfunding* nell'operazione economica¹⁸, lo stesso gioca un ruolo centrale nel processo di abbinamento fra l'interesse del finanziatore (investitore) e del finanziato (titolare del progetto) che dovrà comunque assolvere avendo quale orizzonte il perseguimento del "migliore interesse dei clienti" coinvolti.

Non sembra casuale, infatti, che è proprio sulla centralità dell'interesse dei clienti che vengono poi declinate le regole organizzative e di condotta che, in generale, vigono nel mercato del *crowdfunding* a partire, proprio, dalla disciplina dei conflitti di interesse individuata all'art. 8 del Regolamento sul *crowdfunding* che, tramite la previsione di obblighi di astensione dal tenere determinate condotte¹⁹ e la previsione del generale dovere di adottare tutte le misure volte ad evitare, individuare, gestire ed eventualmente comunicare i conflitti di interessi²⁰, crea le basi per far assumere al fornitore del servizio il ruolo istituzionale assegnatogli²¹.

Non va poi trascurato che la regola dell'agire nel miglior interesse del cliente trova ulteriori ed interessanti specificazioni, questa volta più concretamente riferite alla posizione dell'investitore, in relazione al particolare servizio di "gestione

¹⁷ Così, CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, cit., p. 501 ss.

¹⁸ Non va dimenticato, infatti, che il fornitore del servizio di *crowdfunding* può essere chiamato ad erogare il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti che, fondandosi su un mandato individuale su base discrezionale conferito dall'investitore, lascia emergere con maggiore evidenza un elevato livello di affidamento di tale ultimo soggetto nell'operato del fornitore del servizio. Per ulteriori considerazioni, v. *infra*.

¹⁹ Cfr., l'art. 8, par. 1 e 2 del Regolamento sul *crowdfunding*.

²⁰ V., l'art. 8, par. 3, 4 e 5 del Regolamento sul *crowdfunding*.

²¹ A tali disposizioni, si aggiungano anche quelle che vietano al fornitore del servizio di pagare o accettare "remunerazioni, sconti o benefici non monetari per l'attività di canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta di *crowdfunding* presente sulla loro piattaforma di *crowdfunding* o verso una particolare offerta di *crowdfunding* presentata su una piattaforma di *crowdfunding* di terzi" prevista dall'art. 3, par. 3 del Regolamento sul *crowdfunding*.

individuale di portafogli di prestiti”²² disciplinato nelle sue linee essenziali dall’art. 6 del Regolamento sul *crowdfunding*. In relazione a tale peculiare servizio di difficile inquadramento sistematico – ma che, pur con le dovute distinzioni in punto di regole di condotta applicabili, sembra richiamare il più noto servizio di gestione di portafogli disciplinato dalla MiFID II -, l’art. 3, par. 4 comma 2 del Regolamento sul *crowdfunding* prevede che il prestatore del servizio non dovrà solo rispettare i parametri indicati dall’investitore nel mandato conferito allo stesso²³, ma avrà l’obbligo di adottare “tutte le misure necessarie per ottenere il miglior risultato possibile per gli investitori”²⁴. Tutto ciò a conferma del fatto che gli obblighi di condotta, fondati proprio sull’obbligo di agire nel migliore interesse del cliente, devono modularsi in funzione delle peculiarità del servizio offerto²⁵ e del livello di affidamento che l’investitore ripone nell’operato discrezionale del prestatore del servizio.

2.1. Elemento che, senza ombra di dubbio, rappresenta una ulteriore tutela trasversale applicabile a qualunque tipologia di investitore che accede ad un servizio

²² Definito dall’art. 2, par. 1, lett. c del Regolamento sul *crowdfunding* come “la ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di *crowdfunding*, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di *crowdfunding* sulla sua piattaforma di *crowdfunding* conformemente a un mandato individuale conferito dall’investitore su base discrezionale per ciascun investitore”.

²³ V. l’art. 6, par. 1 del Regolamento sul *crowdfunding*.

²⁴ Sul punto, v. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, cit., p. 501 ss. la quale coglie le differenze fra i comuni servizi di *crowdfunding* volti solo a facilitare l’abbinamento dei diversi interessi sulla base della scelta volontaria dell’investitore di aderire alla singola offerta (servizio di pura intermediazione) ed i servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti che prevedono, invece, un servizio discrezionale fondato su base individuale. Riferendosi infatti al servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti, evidenzia che: “la peculiarità di questo servizio si coglie proprio nel diverso ruolo assunto dal gestore del portale, al quale è affidata la scelta dei progetti da includere nel portafoglio dell’investitore, mentre nel servizio di *crowdfunding* tradizionale, di pura intermediazione, è rimessa all’investitore la decisione di aderire alla singola offerta, scegliendo tra quelle pubblicate sul portale on line”.

²⁵ Si vedano, sul punto, le osservazioni di TUCCI, “*Servizio*” e “*contratto*” nel rapporto fra intermediario e cliente, in GABRIELLI e LENER (a cura di), *I contratti del mercato finanziario*, Torino, 2011, p. 186 ss.

di *crowdfunding*, è rintracciabile nella previsione di oneri informativi che avrebbero il compito, secondo una idea tanto ricorrente quanto criticata nella sua effettiva efficacia protettiva²⁶, di permettere all'investitore di effettuare scelte consapevoli e, quindi, di orientare i propri risparmi verso la soluzione finanziaria maggiormente in linea con le proprie esigenze e con i propri obiettivi²⁷. Va però segnalato che le condotte non sempre razionali poste in essere dai clienti, la comune superficialità con la quale gli stessi si rapportano alle informazioni precontrattuali, l'intrinseca difficoltà nel comprendere le dinamiche di mercati tanto complessi e le caratteristiche dei prodotti in essi negoziati e, non da ultimo, la tendenza a sovrastimare le proprie competenze e capacità finanziarie, hanno sovente scardinato l'efficacia protettiva da riconoscere alla *disclosure*. Proprio la progressiva diminuzione di fiducia sulla capacità dei flussi informativi – anche se completi e trasparenti – di apportare una solida tutela per gli investitori ha infatti stimolato il legislatore a potenziare tutti gli altri presidi protettivi che, responsabilizzando i soggetti professionali, fanno assumere a tali ultimi professionisti il ruolo di effettive guide dell'investitore in mercati che, da solo, non è in grado di comprendere e dominare²⁸.

Nonostante quanto detto, però, ancora rilevante risulta il ruolo che la

²⁶ Cfr., in primo luogo e con carattere generale, MARINELLI, *Scienza e storia del diritto civile*, Roma-Bari, 2012, p. 223, ove segnala come “la contrattazione assume dunque un senso diverso da quello che era stato costruito nel corso dei secoli da generazioni di giuristi, non più il luogo in cui si incontrano contraenti razionali, informati correttamente e ben consapevoli dei propri impegni, ma luogo in cui la produzione condiziona gli acquirenti indirizzando gli acquisti verso settori più redditizi, senza alcun rispetto per i valori della dignità dell'uomo e della sua autonomia, che diviene sempre meno libera e consapevole”.

²⁷ Esprimono dubbi sulla effettiva capacità delle informazioni a rendere il cliente edotto e consapevole degli effetti delle proprie negoziazioni, COSTANTINO, *L'attuazione della direttiva MiFID in Italia: note minime sulla trasparenza e sulla correttezza dei comportamenti delle imprese di investimento nella normativa secondaria*, in *Foro it.*, 2008, V, c. 62; PURRUPA, *L'evoluzione “fiduciaria” dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 229. Sul punto, sempre attuali le considerazioni di V. RIZZO, *Art. 1469-quater. Forma e interpretazione*, in BIANCA e BUSNELLI (a cura di), *Commentario al Capo XIV-bis del codice civile: dei contratti del consumatore*, Padova, 1999, p. 1190 ss. e, volendo, BERTI DE MARINIS, *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016, p. 992 ss.

²⁸ V. *infra* per quanto concerne gli oneri valutativi imposti nel *crowdfunding*.

trasparenza informativa può giocare nella corretta articolazione dei processi economici, soprattutto in mercati - quale quello oggetto di analisi - che appaiono caratterizzati da una minore presenza di obblighi di natura valutativa ed organizzativa in capo al prestatore di servizi di *crowdfunding* e nei quali, proprio a causa delle peculiarità del servizio e delle caratteristiche intrinseche degli investimenti che tramite questo si realizzano, sembra che all'investitore si lasci una più ampia autonomia nelle scelte di investimento²⁹. Il Regolamento sul *crowdfunding*, quindi, mira ad assicurare un sistema di flussi informativi che permettano all'investitore di comprendere la tipologia di operazione che sta compiendo e le conseguenze che la stessa implica³⁰. Non mancano, dunque, obblighi informativi che, però, vengono rilette, semplificati, ordinati ed organizzati in modo da raggiungere l'obiettivo di informare in maniera comprensibile un investitore tendenzialmente distratto³¹.

Tale obiettivo viene infatti perseguito, tenendo in considerazione le regole generali richiamate dall'art. 19 del Regolamento sul *crowdfunding*³², tramite la predisposizione di una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento ai sensi dell'art. 23 del Regolamento sul *crowdfunding* la quale, dovendo rispecchiare i contenuti individuati all'Allegato I del medesimo Regolamento, assume le vesti di una *disclosure* standardizzata. Tale scheda, che dovrebbe essere completa e trasparente al fine di permettere l'assunzione di scelte ponderate ed informate da parte del

²⁹ Anche nel caso in cui sia prevista la valutazione di appropriatezza, la stessa di fatto si concretizza nell'obbligo per il prestatore del servizio di verificare se il cliente abbia una sufficiente conoscenza del mercato al fine, proprio, di poter scegliere autonomamente.

³⁰ Cfr., il considerando n. 39 del Regolamento sul *crowdfunding*.

³¹ V., sul punto, RABITTI, *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID II*, cit., p. 154, ove sottolinea che il dilemma da affrontare normativamente è: "Qualità *versus* quantità delle informazioni. Un'eccessiva puntigliosità delle informazioni non si presta peraltro certamente a una regolazione cross-settoriale, che non può che privilegiare standard informativi tipizzati e semplici".

³² Ai sensi del par. 1 della suddetta disposizione "Tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di marketing di cui all'articolo 27, che i fornitori di servizi di *crowdfunding* forniscono ai clienti su sé stessi, sui costi, sui rischi finanziari e sugli oneri connessi ai servizi di *crowdfunding* o agli investimenti, sui criteri di selezione dei progetti, e sulla natura dei propri servizi di *crowdfunding* e sui rischi a essi connessi devono essere corrette, chiare e non fuorvianti".

cliente³³, viene di regola redatta da parte del titolare del progetto e resa disponibile tramite la piattaforma di *crowdfunding* gestita dal fornitore del servizio. Proprio per tale ragione, ed in ossequio a quanto previsto dall'art. 23, par. 9 del Regolamento sul *crowdfunding*, il d.lg. 10 marzo 2023, n. 30, nel modificare l'art. 100 *ter* del t.u.f., prevede la responsabilità del titolare del progetto per le informazioni chiave contenute nella scheda di cui all'art. 23 del Regolamento sul *crowdfunding*³⁴. Il fatto che la scheda informativa in parola debba essere redatta dal titolare del progetto in quanto soggetto che si trova nella migliore posizione per fornire le informazioni ivi contenute, giustifica quindi la responsabilità di tale soggetto ma, tuttavia, non esonera il fornitore del servizio dall'obbligo di garantire che la stessa scheda sia chiara, corretta e completa³⁵. Si tratta, ai sensi dell'art. 23, par. 11 del Regolamento sul *crowdfunding*, di un obbligo di verifica da parte del fornitore del servizio che, dotandosi di idonee procedure, dovrà porre attenzione affinché la scheda non presenti omissioni e risulti comprensibile. Ove dovesse riscontrare anomalie nella scheda, infatti, il fornitore del servizio dovrà segnalarle tempestivamente al titolare

³³ V. considerando n. 50 del Regolamento sul *crowdfunding*.

³⁴ Cfr., l'attuale versione dell'art. 100 *ter*, comma 7 del t.u.f.

³⁵ Così, la seconda parte del considerando n. 51 del Regolamento sul *crowdfunding*: “La scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento dovrebbe essere redatta dai titolari di progetti, poiché sono i titolari di progetti che si trovano nella posizione migliore per fornire le informazioni che vi devono essere incluse. Tuttavia, poiché sono i fornitori di servizi di *crowdfunding* che hanno la responsabilità di fornire le informazioni chiave sull'investimento ai potenziali investitori, sono i fornitori di servizi di *crowdfunding* che dovrebbero garantire che la scheda sia chiara, corretta e completa”. Pur se con riferimento alla disciplina previgente, nota un ruolo fondamentale da assegnare al fornitore del servizio nella fase informativa proprio al fine di garantire il buon esito della *disclosure*, CUZZOLA, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema*, in *Dir. econ.*, 2020, p. 504, ove evidenzia che “la situazione giuridica di cui è titolare il gestore configura il suo ruolo come *trait d'union* tra offerente e potenziali sottoscrittori, quasi una “sentinella” delle operazioni degli investitori non professionali, dovendo richiamare la loro attenzione sull'opportunità di investire conformemente «alle proprie disponibilità finanziarie» (art. 13, comma 3, Reg. Consob) e assicurare il perfezionamento del recesso, qualora esercitato dall'investitore nei termini di legge (art. 13, comma 5, Reg. Consob)”. V., pure, ID., *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'equity crowdfunding*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2020, p. 935 ss.

del progetto affinché intervenga³⁶ e, in caso di inerzia dello stesso, dovrà sospendere l'offerta di *crowdfunding* in attesa delle dovute rettifiche. Tale sospensione potrà avere una durata massima di 30 giorni³⁷ poiché, nel caso in cui entro il suddetto termine non intervengano le correzioni necessarie, l'offerta di *crowdfunding* dovrà essere ritirata³⁸.

Se quello sopra descritto è il regime della *disclosure* applicabile nel caso della prestazione di servizi di mero abbinamento – o di mera intermediazione - da parte del fornitore del servizio di *crowdfunding*, più articolata risulta la responsabilità nel caso in cui venga erogato un servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti. In tale circostanza, anche in funzione del ruolo che è chiamato a svolgere il prestatore del servizio, vengono previste delle informazioni chiave da rendere al livello di piattaforma e che, quindi, devono essere predisposte da parte dello stesso fornitore del servizio ai sensi dell'art. 24 del Regolamento sul *crowdfunding*. Va fin da subito chiarito che il titolare del progetto rimane responsabile per il contenuto della scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento che, a quanto è dato riscontrare, dovrà comunque redigere a propria cura³⁹. Nel caso in cui si eroghi un servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti, però, in deroga a quanto previsto dal precedente art. 23 del Regolamento sul *crowdfunding*, l'art. 24 della medesima disposizione impone al fornitore del servizio la predisposizione su autonomo supporto⁴⁰ di una scheda contenente le informazioni sull'investimento al livello di piattaforma che è composta dalle informazioni di cui all'Allegato I, lett. H e I del

³⁶ Cfr., l'art. 23, par. 12, comma 1 del regolamento sul *crowdfunding*.

³⁷ V., l'art. 23, par. 12, comma 2 del regolamento sul *crowdfunding*.

³⁸ In tal senso, l'art. 23, par. 12, comma 4 del regolamento sul *crowdfunding*.

³⁹ Segnatamente, saranno a carico del titolare del progetto le informazioni indicate dall'Allegato I, lettere A – G del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁴⁰ Così, l'art. 24, par. 3 del Regolamento sul *crowdfunding*.

Regolamento sul *crowdfunding*⁴¹, nonché delle indicazioni dei soggetti responsabili delle informazioni chiave sull'investimento⁴² e da una dichiarazione che attesti la completezza, trasparenza e correttezza della scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento. Per le informazioni contenute nella scheda informativa da elaborare al livello di piattaforma, che sembra quindi delineare una informativa parallela e non sovrapponibile nei contenuti a quella individuabile nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, l'indicazione data al livello europeo e recepita dal legislatore domestico è quella di individuare la responsabilità in capo proprio al fornitore del servizio di *crowdfunding*⁴³.

3. Se il quadro fino ad ora tracciato descrive gli strumenti a protezione di qualunque investitore voglia accedere ad offerte di *crowdfunding*, l'attenzione del regolatore si fa più intensa quando l'investitore sia qualificabile come “non sofisticato”. La maggiore debolezza che connota tale tipologia di soggetti, infatti, richiede l'applicazione di maggiori cautele al fine di evitare un improprio utilizzo dei loro risparmi.

⁴¹ Si tratta delle informazioni relative a “oneri, informazioni e mezzi di ricorso” ed a “informazioni sulla gestione individuale di portafogli di prestiti che devono essere fornite dai fornitori di servizi di *Crowdfunding*”.

⁴² V. *supra*.

⁴³ In questo senso si esprime l'art. 24, par. 4 del Regolamento sul *crowdfunding* e, al livello domestico, la nuova disciplina dell'art. 100 *ter*, comma 8 del t.u.f. per come modificata dal d.lg. 10 marzo 2023, n. 30. Va tuttavia segnalata qualche incertezza interpretativa circa l'ampiezza della responsabilità per le informazioni precontrattuali in capo al fornitore del servizio in caso di gestione individuale di portafogli di prestiti. Se infatti le disposizioni europee e nazionali indicano espressamente la responsabilità del fornitore del servizio solo per le informazioni riportate nella “scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma”, fra le dichiarazioni che lo stesso deve fornire nella suddetta scheda figura anche la seguente (art. 24, par. 1, lett. c del Regolamento sul *crowdfunding*): “Il fornitore di servizi di *crowdfunding* dichiara, per quanto a sua conoscenza, che non sono state omesse informazioni o che nessuna di queste è sostanzialmente fuorviante o imprecisa. Il fornitore di servizi di *crowdfunding* è responsabile dell'elaborazione della presente scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento”. Tale ultima dichiarazione addosserebbe al fornitore del servizio la “elaborazione” della scheda sull'investimento *tout court* – quella, cioè, redatta ai sensi dell'art. 23 del regolamento sul *crowdfunding* – che, tuttavia, lo stesso non è chiamato a redigere ma esclusivamente a mettere a disposizione dell'investitore.

Solo per tale tipologia di investitori, ed a prescindere dalla natura del servizio offerto dal prestatore, l'art. 21 del Regolamento sul *crowdfunding* prevede l'obbligo di effettuare un test di ingresso attinente la verifica delle conoscenze ed una simulazione avente ad oggetto la capacità di sostenere perdite. Si introduce dunque, per tal via, un obbligo di valutazione gravante sul fornitore del servizio che richiama, pur con le precisazioni che a breve si faranno, il più conosciuto test di appropriatezza disciplinato nel quadro della direttiva MiFID II⁴⁴.

Partendo dalle finalità che tramite tale strumento l'ordinamento vuole realizzare, bisogna segnalare che attraverso il suddetto test il fornitore è chiamato a valutare se i propri servizi, e nel caso quali, siano appropriati all'investitore risultando tali quelli che risultino comprensibili per il singolo investitore non sofisticato. Si tratta cioè di verificare, come tratto che comunemente caratterizza il test di appropriatezza, se il singolo investitore abbia maturato una sufficiente esperienza o abbia sufficienti conoscenze per assumere scelte consapevoli e, dunque, accedere senza esporsi ad eccessivi rischi al mercato in parola⁴⁵.

Tale verifica, superflua nel caso di investitori sofisticati che per definizione sono in grado di valutare i rischi connessi ad un investimento di tal genere⁴⁶, impone per ovvie ragioni la richiesta delle corrispondenti informazioni all'investitore non sofisticato le quali, ai sensi dell'art. 21, par. 2 del Regolamento sul *crowdfunding*, dovrebbero portare a conoscenza del fornitore le caratteristiche essenziali dell'investitore permettendogli di comprendere il grado di autonomia che gli può riconoscere nelle scelte di investimento nei progetti di *crowdfunding* offerti.

In linea con la classica disciplina dell'appropriatezza risultano, ancora, le conseguenze che derivano dall'impossibilità per il fornitore del servizio di effettuare

⁴⁴ Sull'articolazione degli oneri valutativi nella disciplina previgente, v. CUZZOLA, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema*, in *Dir. econ.*, cit., p. 506 ss.

⁴⁵ V., il considerando n. 43 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁴⁶ Così, il considerando n. 44 del Regolamento sul *crowdfunding*.

tale test per il rifiuto dell'investitore di rendere le informazioni richieste o che discendono da un eventuale esito negativo del suddetto test. In entrambi i casi non si genera alcun effetto preclusivo e, dunque, il fornitore del servizio non dovrà astenersi dal dar seguito ad una richiesta di investimento in un progetto di *crowdfunding* inappropriato. Ai sensi dell'art. 21, par. 4 del Regolamento sul *crowdfunding*, infatti, il fornitore del servizio dovrà solamente informare l'investitore dell'inappropriatezza dell'operazione ed emettere una segnalazione di rischio che, ricevuta dall'investitore, esonera il fornitore da qualunque responsabilità derivante dalla volontà dell'investitore stesso di dar comunque seguito all'operazione.

Tale verifica, fino ad ora incentrata sulla presenza o meno di un sufficiente livello di conoscenza e comprensione del mercato, si colora di peculiarità nel momento in cui il Regolamento sul *crowdfunding* include all'interno della valutazione di appropriatezza anche l'esito della c.d. simulazione in merito alla capacità dell'investitore di sostenere perdite⁴⁷. Si introduce, per tal via, una verifica circa la situazione finanziaria e patrimoniale dell'investitore che, letta sempre alla luce delle regole generali vigenti nei mercati finanziari, si è abituati a vedere nella più penetrante verifica di adeguatezza⁴⁸ e non, invece, in quella di appropriatezza naturalmente circoscritta alla verifica delle capacità e conoscenze dell'investitore⁴⁹.

Tale innesto, però, non fa cambiare natura agli oneri valutativi previsti nella disciplina sul *crowdfunding* – che rimangono inquadabili nel test di appropriatezza⁵⁰

⁴⁷ Tale verifica è imposta dall'art. 21, comma 5 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁴⁸ V., l'art. 40, comma 1, lett. b del Regolamento intermediari Consob.

⁴⁹ Si veda, l'art. 42 del Regolamento intermediari Consob.

⁵⁰ Corroborata tale convinzione quanto affermato nel considerando n. 21 del Regolamento sul *crowdfunding*: “L'esistenza di strumenti di filtraggio su una piattaforma di *crowdfunding* autorizzata a norma del presente regolamento non dovrebbe essere considerata una consulenza in materia di investimenti a norma della direttiva 2014/65/UE nella misura in cui tali strumenti forniscono informazioni ai clienti in maniera neutrale senza che ciò costituisca una raccomandazione. Tali strumenti dovrebbero comprendere quelli che mostrano risultati basati su criteri relativi a caratteristiche meramente oggettive del prodotto. Le caratteristiche oggettive del prodotto nel contesto di una piattaforma di *crowdfunding* potrebbero essere criteri predefiniti del progetto, come il settore economico, lo strumento utilizzato e il tasso d'interesse o la categoria di rischio nei casi in cui

– né alle conseguenze derivanti da un eventuale esito negativo di tale simulazione – che non preclude al fornitore del servizio di dar comunque seguito all'operazione di investimento⁵¹.

Ulteriore elemento di incertezza deriva, poi, dalla non del tutto chiara disciplina dell'adeguatezza/appropriatezza rinvenibile nel fatto che le disposizioni sul *crowdfunding* non sembrano marcare una netta distinzione degli obblighi di natura valutativa in funzione della tipologia di servizio. Di una tale specificazione si avvertirebbe il bisogno, in particolare, nel caso di gestione individuale di portafogli di prestiti. La scelta normativa desta qualche interrogativo dal momento che il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti si concretizza nell'esecuzione di un mandato discrezionale conferito dall'investitore che individua i criteri in funzione dei quali il fornitore del servizio, che comunque dovrà agire per ottenere il miglior risultato possibile⁵², dovrà allocare le risorse fornite dall'investitore il quale, però, non sarà chiamato ad esaminare ed a prendere una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di *crowdfunding*⁵³. Appare lecito dubitare che le pur previste peculiarità negli obblighi di verifica applicabili al servizio in parola possano risultare pienamente sufficienti a proteggere un investitore non sofisticato che richieda l'erogazione di un servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti⁵⁴.

3.1. Pure annoverabile fra gli strumenti di protezione dell'investitore non

vengono fornite informazioni sufficienti concernenti il metodo di calcolo. Analogamente, dovrebbero inoltre essere considerati criteri oggettivi i dati finanziari fondamentali calcolati senza alcun margine discrezionale”.

⁵¹ In questo senso, v. l'art. 21, par. 6 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁵² Sul punto, v. *infra*.

⁵³ Così, l'art. 3, par. 4 e 5 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁵⁴ In questo senso, in dottrina, già si erano espressi LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latino-americane*, cit., p. 1251 s.; CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, cit., p. 501 ss. Per ulteriori considerazioni, v. *infra*.

sofisticato è quello che l'art. 22 del regolamento sul *crowdfunding* definisce come “periodo di riflessione precontrattuale” che altro non è se non la previsione di un diritto di recesso *ad nutum* che permette all'investitore non sofisticato di liberarsi da una offerta di investimento o da una manifestazione di interesse entro quattro giorni di calendario dal momento in cui la stessa è stata manifestata⁵⁵. L'obiettivo perseguito dalla disposizione menzionata è, dunque, quello di lasciare all'investitore non sofisticato un adeguato *spatium deliberandi* evitando di considerarlo immediatamente vincolato da una offerta di investimento o ad una manifestazione di interesse verso un progetto⁵⁶.

Si tratta di una regola nota nell'ambito degli strumenti a protezione del contraente debole che, tuttavia, ha posto non secondarie problematiche di sistema dal momento che la regola *pacta sunt servanda* risulta, in queste circostanze, momentaneamente ed unilateralmente derogata al fine di permettere al contraente protetto un congruo spazio di ripensamento strumentale a verificare se l'obbligo assunto sia effettivamente funzionale alle proprie esigenze⁵⁷. Non è casuale, infatti, che tale particolare presidio venga sovente evocato proprio nelle ipotesi di contrattazioni *inter absentes* nelle quali risulta più probabile che il contraente concluda contratti non pienamente voluti per effetto delle modalità “aggressive” con cui viene invogliato all'acquisto. Proprio per contrastare tale situazione, il legislatore comunitario tende a garantire il diritto al contraente debole di recedere

⁵⁵ Va da sé che, nel caso di servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti, il suddetto diritto di recesso potrà essere esercitato da parte dell'investitore non professionale in relazione al mandato con il quale si vincola al fornitore del servizio. Così, l'art. 22, par 7 del Regolamento sul *crowdfunding*. Sul punto, v. MEZZACAPO, *La disciplina UE del servizio di “gestione individuale di portafogli di prestiti” per il finanziamento di “progetti di crowdfunding”*, in *Riv. dir. risp.*, 2022, p. 18.

⁵⁶ Cfr., il considerando n. 42 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁵⁷ Si veda, sul punto, TOMASSINI, *Codice del consumo e jus poenitendi*, in PERLINGIERI e CATERINI (a cura di), *Il diritto dei consumi*, III, Napoli, 2007, p. 284; BENEDETTI, *Recesso del consumatore*, in *Enc. dir., Annali*, IV, Milano, 2011, p. 957.

unilateralmente dal contratto già concluso entro un termine stabilito dalla legge⁵⁸.

Va segnalato, sotto un profilo generale, che il diritto di recesso è un istituto già presente nel codice civile all'art.1373 c.c.⁵⁹ il quale, però, presenta caratteristiche del tutto distinte rispetto a quelle previste nelle disposizioni comunitarie a protezione dei contraenti deboli. In primo luogo, infatti, il recesso del codice civile viene subordinato ad una espressa pattuizione fra le parti; in secondo luogo, non potrà essere esercitato dopo che sia iniziata l'esecuzione della prestazione contrattuale e, in terzo luogo, gli effetti del diritto di recesso si produrranno solo quando sia stato pagato il prezzo eventualmente previsto per l'esercizio del diritto stesso⁶⁰.

Al contrario, il diritto di recesso previsto dalle disposizioni comunitarie a tutela del contraente debole è, di regola, imposto dalla legge, il suo esercizio non richiede alcuna giustificazione da parte del contraente protetto⁶¹ e, soprattutto, è privo di qualunque costo per lo stesso⁶².

Tali particolari caratteristiche rendono evidente la natura protettiva del recesso in parola che permette al contraente protetto di liberarsi da un vincolo validamente assunto⁶³.

Tali sono, in effetti, le caratteristiche proprie del diritto di ripensamento nella disciplina del *crowdfunding* che, caratterizzato anch'esso da una contrattazione di

⁵⁸ Cfr., FERRARI, *Ipotesi di qualificazione per il diritto di recesso del consumatore*, in *Riv. dir. civ.*, 2010, p. 5 ss.; FARNETI, *Il nuovo recesso del consumatore dai contratti negoziati fuori dai locali commerciali e a distanza*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2014, p. 962.

⁵⁹ GABRIELLI e PADOVINI, *Recesso (dir. priv.)*, in *Enc. dir.*, XXXIX, Milano, 1998, p. 27; FRANZONI, *Degli effetti del contratto. Efficacia del contratto e recesso unilaterale*, in *Comm. cod. civ.* Schlesinger, Milano, 1998, p. 308 ss.

⁶⁰ RIZZO, *Art. 1373*, in PERLINGIERI (a cura di), *Codice civile annotato con la dottrina e la giurisprudenza*, 3^a ed., Napoli, 2010, p. 722 ss.; ORLANDI, *Art. 1373*, in BONILINI, CONFORTINI e GRANELLI (a cura di), *Codice civile commentato*, 4^a ed., Torino, 2012, p. 3111 ss.

⁶¹ V., però, D'AMICO, *Recesso ad nutum, buona fede e abuso del diritto*, in *Contratti*, 2010, p. 11 ss.

⁶² Cfr., SIRENA, *I recessi unilaterali*, in *Tratt. contr.* diretto da V. Roppo, III, Milano, 2006, p. 19 ss. FARNETI, *Il nuovo recesso del consumatore dai contratti negoziati fuori dai locali commerciali e a distanza*, cit., p. 965 ss.

⁶³ TROIANO, *Disciplina dei mercati e jus poenitendi nella contrattazione a distanza e in quella sorprendente*, in PARDOLESI (a cura di), *Saggi di diritto privato europeo*, Napoli, 1995, p. 252; GRECO, *Profili del contratto del consumatore*, Napoli, 2005, p. 161 ss.

regola a distanza, da un lato vincola immediatamente i titolari dei progetti ai termini ed alle condizioni delle proprie offerte fornite tramite il portale e, dall'altro garantisce una via di fuga all'investitore non sofisticato che si pente dell'investimento appena effettuato.

Si tratta di un presidio a tutela della genuinità del consenso dell'investitore non sofisticato che viene supportato da specifici obblighi informativi che il fornitore del servizio deve assolvere in favore del contraente protetto ai sensi dell'art. 22, par. 6 del Regolamento sul *crowdfunding* e che dovrebbero rendere edotto l'investitore circa l'esistenza e le modalità di esercizio del diritto di ripensamento nonché, una volta effettuata l'offerta di investimento o la manifestazione di interesse, l'inizio della decorrenza del termine per il suo esercizio. Non vengono, però, previste particolari sanzioni derivanti dall'omessa informazione che, invece, sono previste in altri ambiti dell'ordinamento nei quali, ad una omessa o carente informazione circa l'esistenza del diritto di recesso e/o le modalità con cui esercitarlo, consegue di regola un prolungamento del termine per svincolarsi gratuitamente dal rapporto indesiderato⁶⁴.

Va poi ancora segnalato che il termine previsto dal Regolamento sul *crowdfunding* per esercitare il diritto di recesso risulta piuttosto breve se comparato alle altre ipotesi di recesso *ad nutum* previste dal nostro ordinamento le quali, di regola, prevedono il termine di quattordici giorni per l'esercizio dello stesso⁶⁵. Vero è che, nel caso di specie, risulta necessario contemperare le giuste esigenze di protezione dell'investitore non sofisticato con le peculiarità del mercato di riferimento che, percepite dallo stesso legislatore comunitario, hanno spinto lo stesso

⁶⁴ V., in tal senso, l'art. 53 c. cons. per i contratti a distanza e negoziati fuori dai locali commerciali; l'art. 73, comma 3 c. cons. per i contratti di multiproprietà.

⁶⁵ Cfr., l'art. 52 c. cons. per i contratti a distanza e negoziati fuori dai locali commerciali; l'art. 67 *duodecies* c. cons. per quanto riguarda la Commercializzazione a distanza di servizi finanziari ai consumatori – ma su tale profilo si veda la recente proposta di Direttiva COM(2022) 204 final del 15 maggio 2022; l'art. 73, commi 1 e 2 c. cons. per i contratti di multiproprietà.

ad individuare uno *spatium deliberandi* piuttosto breve⁶⁶. Sotto tale profilo, vale la pena segnalare che un atteggiamento di maggior protezione risultava rinvenibile nel Regolamento Consob 26 giugno 2013, n. 18592 che, all'art. 13, comma 5 prevedeva il diritto di recesso individuando, però, il più ampio termine di sette giorni decorrenti dall'ordine effettuato dall'investitore per svincolarsi dallo stesso.

4. Volendo trarre qualche breve conclusione, va senza dubbio guardata in maniera estremamente positiva l'attenzione riservata a tale fenomeno dal legislatore comunitario sempre più attento a regolare tutti quei fenomeni di c.d. disintermediazione⁶⁷ - ormai frequenti soprattutto grazie allo sviluppo tecnologico -, al fine di creare nuove forme di intermediazione che, spesso assoggettate a regole in parte peculiari, risultano però sempre ispirate dalle medesime finalità: apportare un sufficiente livello di protezione per l'investitore mantenendo la competitività del mercato.

Importanti sono, poi, le ricadute di sistema che le disposizioni analizzate possono avere. Non va infatti trascurato come il *crowdfunding* abbia avuto il sicuro pregio di stimolare l'innovazione societaria che viene rivitalizzata spingendo verso la modernizzazione di tutti quei soggetti economici, in particolare le PMI⁶⁸, che rappresentano quantitativamente e qualitativamente l'ossatura delle nostre economie. Tale passaggio, però, non può validamente realizzarsi soltanto tramite la creazione di uno strumento tecnico che permetta la circolazione ordinata di valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, ma dovrebbe passare in primo

⁶⁶ Emblematico in tal senso è il considerando n. 48 del Regolamento sul *crowdfunding*: “Visti i possibili effetti del diritto di revoca di un'offerta di investimento o di una manifestazione di interesse durante un periodo di riflessione sui costi connessi con la raccolta di capitali attraverso piattaforme di *crowdfunding*, la Commissione dovrebbe valutare, nell'ambito della relazione di cui al presente regolamento, se occorra accorciare il periodo di riflessione per consentire una procedura di raccolta dei capitali più efficace senza nuocere alla tutela degli investitori”.

⁶⁷ PIERSANTI, *La disintermediazione bancaria*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 1s, p. 99 ss.

⁶⁸ MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, cit., p. 521 ss.

luogo tramite la creazione di una nuova sensibilità da parte di tali entità economiche che dovrebbero acquisire consapevolezza circa il potenziale impatto sul mercato e sugli investitori derivante dall'utilizzo di tali nuovi strumenti di finanziamento⁶⁹.

Sono processi che richiedono un congruo periodo di decantazione che, tuttavia, può essere accorciato tramite disposizioni che spingano gli attori di tale mercato verso l'adozione di condotte virtuose. Non vi è dubbio, infatti, che nuove forme di finanziamento richiedano anche la presenza di nuove tipologie di investitori⁷⁰ e, con essa, la necessità di fare in modo che l'incontro di domanda ed offerta avvenga in maniera corretta e coerente con i potenziali interessi tanto dei titolari dei progetti che chiedono al mercato di essere finanziati, quanto degli investitori che sono intenzionati ad apportare le risorse.

Sotto tale ultimo profilo, l'approccio portato avanti al livello comunitario appare, limitatamente ai servizi di *crowdfunding* di mero abbinamento – da alcuni definiti di mera intermediazione -, privo di particolari critiche tanto per gli investitori sofisticati quanto per quelli non sofisticati. Per i primi, infatti, appare coerente lasciare l'investitore piuttosto libero di effettuare autonomamente le proprie scelte di investimento previa trasparente *disclosure*. Si tratta, in tali casi, di investitori "maturi" in grado, cioè, di orientarsi autonomamente all'interno del mercato e che forse vedrebbero come una eccessiva ed inutile ingerenza la previsione di ulteriori vincoli. Per gli investitori non sofisticati, allo stesso modo, l'insieme di strumenti di protezione previsti dal Regolamento sul *crowdfunding* sembrano descrivere un quadro regolatorio in grado di dare risposte adeguate alle problematiche presentate dagli investitori meno "maturi". La previsione di presidi di natura informativa

⁶⁹ Rilievi sulla tendenziale assenza di "maturità" nei soggetti imprenditoriali menzionati in relazione ai profili connessi al nuovo ruolo che gli stessi iniziano ad assumere all'interno del mercato finanziario, MELE, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2020, p. 996 ss.

⁷⁰ FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, cit., p. 2285 ss.

supportati da un test di appropriatezza e dalla previsione di un recesso di pentimento possono, infatti, risultare strumenti sufficienti, dato anche il volume degli investimenti, a proteggere l'investitore non sofisticato da possibili utilizzi inconsapevoli dei propri risparmi in relazione ai servizi di mero abbinamento⁷¹.

Qualche dubbio, invece, sorge nell'analizzare le disposizioni a protezione dell'investitore previste per il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti che potrebbero non risultare sufficienti ad incrociare correttamente le esigenze dell'investitore (sofisticato e non sofisticato) con le offerte presenti nella piattaforma. Data la maggiore discrezionalità con la quale opera in questi casi il fornitore del servizio di *crowdfunding*, chiamato a ripartire le risorse dell'investitore su più progetti in funzione di un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale, sarebbe stato forse maggiormente opportuno prevedere forme di maggiore responsabilizzazione dello stesso volte ad imporgli oneri valutativi più incisivi che riprendessero nei contenuti la più familiare verifica di adeguatezza prevista nel sistema MiFID II⁷². È vero che, per quanto riguarda tale particolare servizio, il Regolamento sul *crowdfunding* prevede l'obbligo per il fornitore del servizio di "ottenere il miglior risultato possibile" per gli investitori⁷³ ma è altrettanto vero che tale "clausola generale" non venga poi accompagnata dalla specifica previsione dell'obbligo di rendere una "raccomandazione personalizzata"⁷⁴, né di raccogliere le relative informazioni che alimentino una tale valutazione né ovviamente, da ultimo, di mettere a disposizione dell'investitore la dichiarazione di adeguatezza dalla quale emergano le ragioni che rendono la scelta di investimento adeguata rispetto agli

⁷¹ Rilevava l'importanza della fase informativa, MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, cit., p. 650 ss.

⁷² Sul punto, v. le riflessioni di PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca impr. soc.*, 2015, p. 319 ss.

⁷³ Così, il già citato art. 3, par. 4 del Regolamento sul *crowdfunding*.

⁷⁴ Cfr., l'art. 40, comma 1 del Regolamento intermediari Consob.

obiettivi, alle preferenze ed alle caratteristiche del cliente⁷⁵. Non si ignora il fatto che in relazione alla gestione individuale di portafogli di prestiti traspaia la natura di un servizio a “valore aggiunto”⁷⁶ e che tale caratteristica emerga da alcune specifiche disposizioni che richiamano il fornitore del servizio all’obbligo di dotarsi di adeguate procedure e metodologie che, sulla scorta di “criteri solidi e ben definiti” gli permettano di valutare il rischio di credito dei singoli progetti, dei titolari dei progetti ed il rischio di credito al livello di portafoglio⁷⁷, ma risulta assente una più organica e specifica disciplina degli oneri valutativi da richiedere in tali circostanze al fornitore del servizio al fine di dare maggiore concretezza agli oneri di condotta da imporre allo stesso in tali circostanze.

Giovanni Berti De Marinis

*Associato di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi dell'Aquila*

⁷⁵ V. quanto dispone l’art. 41, comma 1 del Regolamento intermediari Consob. Il Regolamento sul *crowdfunding*, all’art. 6, par. 2 comma 3, stabilisce solo l’obbligo per il fornitore del servizio di fornire all’investitore una descrizione del metodo utilizzato per le valutazioni previste dal precedente comma che si concretizzano nella valutazione del il rischio di credito dei singoli progetti di *crowdfunding* selezionati per il portafoglio dell’investitore; del il rischio di credito a livello del portafoglio dell’investitore; e del il rischio di credito dei titolari di progetti selezionati per il portafoglio dell’investitore, verificando la possibilità che i titolari di progetti adempiano alle proprie obbligazioni nell’ambito del prestito.

⁷⁶ V. MEZZACAPO, *La disciplina UE del servizio di “gestione individuale di portafogli di prestiti” per il finanziamento di “progetti di crowdfunding”*, cit., p. 11 ss.

⁷⁷ Il riferimento è all’art. 6 del Regolamento sul *crowdfunding*.

**L'EVOLUZIONE DEL CROWDFUNDING IMMOBILIARE.
DA PIATTAFORME TECNOLOGICHE AD INTERMEDIARI
REGOLAMENTATI ***

*(The evolution of real estate crowdfunding.
From technology platforms to regulated intermediaries)*

ABSTRACT: *Real estate Crowdfunding has emerged benefiting from the recent growth phase of real estate and taking advantage of technology-based process innovation. In short, Crowdfunding uses technology and the web channel to approach smaller investors (almost/nearly taking the place of the agonising retail real estate funds) and targets individual projects that successfully pass the scrutiny of service providers.*

The prospects for development are linked to the European regulation transposed by the reform of the "Testo Unico della Finanza" of March 2023; particularly in the real estate field, where Crowdfunding has already begun to affirm itself, the challenge of a more evolved regulation will be to incentivise its growth, increasing investors' confidence in the sector, in portals and projects.

SOMMARIO: 1. Real Estate e Crowdfunding. – 2. Lo sviluppo del mercato del *Crowdfunding* in Italia
2.1 L'*Equity Crowdfunding*. - 2.2 Il Lending Crowdfunding. - 3. Il ruolo del Crowdfunding nel settore immobiliare. - 4. Il Regolamento UE sui fornitori europei di servizi di Crowdfunding per le imprese e le prospettive del Crowdfunding immobiliare. - 5. La riforma nazionale del Crowdfunding. - 6. Conclusioni.

1. Il settore immobiliare negli ultimi anni ha fatto registrare una crescita significativa nonostante l'influenza negativa di fattori certo non prevedibili come la pandemia, l'invasione dell'Ucraina e il deterioramento degli equilibri geopolitici. Ne

*Contributo approvato dai revisori

sono derivati effetti penalizzanti, spinti anche dalla crescita dell'inflazione, quali l'aumento dei costi dell'energia e delle materie prime e, da ultimo, dei tassi d'interesse. Ciò nonostante, le aspettative degli operatori hanno continuato a puntare nella direzione dello sviluppo di innumerevoli progetti, sempre più caratterizzati dalla qualità, dall'innovazione e dalla sostenibilità.

Di questo clima, incerto ma nel complesso favorevole, si è giovato anche il *Crowdfunding* immobiliare, facendo leva sulle sue caratteristiche di fondo di innovazione di processo basata sulla tecnologia e sulle prospettive di sviluppo legate alla recentissima riforma normativa di derivazione europea. In sintesi, il *Crowdfunding* utilizza la tecnologia e il canale del web per rivolgersi ad investitori minori (quasi prendendo il posto degli agonizzanti Fondi immobiliari retail) e punta ai singoli progetti che superano il vaglio dei fornitori di servizi.

Altro aspetto favorevole è, poi, la circostanza è che le aspettative relative al mercato residenziale ha sono sicuramente favorevoli per il prossimo triennio; e i progetti di riqualificazione residenziale (nel contesto di un processo più ampio di rigenerazione urbana e con la formula del "*build to rent*", cioè della locazione) sono anche quelli che per tempi e dimensione dell'investimento meglio si prestano alla formula del *Crowdfunding*.

2.1.¹ La struttura del mercato del *Crowdfunding*² in Italia si articola sulle piattaforme che raccolgono investimenti sul *web* (circa 90). Nel registro tenuto dalla Consob, ex art. 50-quinquies del D.lgs. 58/1998 (TUF)³, risultano 48 fornitori di servizi,

¹ Le informazioni sono ricavate in larga parte dal 7° Report italiano sul CrowdInvesting redatto dagli Osservatori Entrepreneurship Finance & Innovation del Politecnico di Milano del luglio 2022 (con dati che si fermano a giugno 2022). Per i dati relativi all'intero 2022 sono stati utilizzati quelli diffusi da Startsup Wallet e CrowdfundingBuzz.

² Considerata l'attenzione sul filone immobiliare, nel testo non vengono esaminate le forme di *Crowdfunding* basate su progetti di solidarietà o culturali (*donation-based*, senza particolari ricompense; *reward-based*, la ricompensa è costituita dal prodotto o servizio relativo al progetto).

³ L'attuale assetto normativo si basa, in concreto, sostanzialmente sul Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line della Consob, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e

alcuni dei quali iscritti dal 2014/15; in concreto, l'attività "registrata" consiste, più esattamente, nel servizio di gestione di portali⁴ per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali⁵. A questi si aggiungono i portali di *social lending* che indirizzano prestiti di privati a persone fisiche o giuridiche.

A partire dal 2014 fino a giugno 2022 le piattaforme autorizzate hanno gestito 1.055 collocamenti dei quali circa il 20% si è chiuso senza successo. Fino a marzo 2023 (secondo Crowdfunding Buzz), le campagne finanziate con successo risultano 770. Come beneficiarie dell'*Equity Crowdfunding* prevalgono le *start up* innovative (65%); seguono le PMI (15%) e le PMI innovative (12%).

Nell'anno terminato a giugno 2022 vi sono state 219 campagne di raccolta di capitale di rischio con tassi di successo che hanno sfiorato il 90%; il target medio supera di poco i 200.000 euro. Da rimarcare che 129 progetti (con 58,26 milioni di euro) erano incentrati su principi di sostenibilità secondo i principi ESG. Per i progetti non immobiliari il target medio della raccolta si è attestato sui 200.000 di euro, quello massimo a 4 milioni di euro.

La raccolta di capitale di rischio nel corso degli anni ha raggiunto 429,04 milioni di euro, di questi 58,99 nei dodici mesi fino a giugno 2022 (con una crescita del 27%

aggiornato dalla delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020 che disciplina il registro, i requisiti per l'iscrizione, le regole di condotta, i provvedimenti cautelari e le sanzioni.

⁴ Il decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 (legge di conversione 17 dicembre 2012, n. 221, cd. "Crescita bis") ha regolato la raccolta di capitali di rischio per le *start up* innovative su portali on line autorizzati dalla Consob, in deroga alla disciplina sulle offerte pubbliche. È stata introdotta la figura del gestore di portali, e vale a dire del soggetto che esercita professionalmente il servizio on line per la raccolta di capitali per le *start-up* innovative ed è iscritto in un registro tenuto dalla Consob. I gestori sono tenuti a trasmettere a banche o ad imprese d'investimento gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale.

⁵ Il decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3 (legge di conversione 24 marzo 2015, n. 33, "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti") ha esteso la disciplina introdotta nel TUF alle PMI innovative e ad OICR che investono prevalentemente in *startup* e PMI innovative; il decreto-legge ha anche introdotto l'opzione secondo cui la sottoscrizione e la circolazione delle quote del capitale di *start up* e PMI innovative (cui si è aderito tramite portale) può essere effettuata da intermediari abilitati alla prestazione di servizi di investimento (anche banche). La legge di Stabilità 2017 (legge 11 dicembre 2016, n. 232) ha esteso la disciplina sui portali a tutte le PMI. La legge di Bilancio 2019 (30 dicembre 2018 n. 145) ha infine ampliato la facoltà per le piattaforme di Crowdfunding (autorizzate da Consob) di raccogliere capitali da investitori professionali anche sotto forma di obbligazioni o altri titoli di debito emessi da PMI.

sull'anno precedente). Tra le circa 48.000 sottoscrizioni prevalgono di gran lunga le persone fisiche (93%) sulle persone giuridiche. Le prime hanno investito in media circa 3.900 euro, le seconde 35.700 euro.

Se si guarda al solo anno 2022, secondo le informazioni pubblicate da Startup Wallet, *l'Equity Crowdfunding* (escluso RE) ha raccolto oltre 82 milioni di euro (da 10.687 investimenti). I settori maggiormente sostenuti nell'anno sono stati: Cibo e Bevande (oltre 19 milioni), Tecnologia e Scienza (oltre 7 milioni), Arte, Design e Moda (quasi 8 milioni), Medicina e Benessere (4,5 milioni). A parte il filone Finanza e Finanza alternativa (quasi 12 milioni).

Va segnalato che ha anche iniziato a funzionare un mercato secondario per la compravendita delle quote sottoscritte attraverso "bacheche elettroniche". Si tratta di un'innovazione dal forte rilievo strategico, ma che non ha avuto ancora, nella fase di partenza, una significativa attuazione negli scambi.

2.2. Al 30 giugno 2022 risultavano operanti nel *Lending Crowdfunding* 7 piattaforme destinate a finanziare persone fisiche, 12 per imprese e 20 specializzate nel RE (queste ultime aumentate di 6 in un anno). Il funzionamento di queste piattaforme si basa, usualmente, sulla collaborazione con agenzie di *rating* autorizzate o *provider* che forniscono modelli di *credit scoring* per la valutazione del rischio di insolvenza delle iniziative candidate ad essere finanziate.

L'attività di *lending Crowdfunding* è stata inizialmente inserita nel quadro del Testo unico bancario, comportando la necessità dell'autorizzazione ad operare come intermediario finanziario ex art. 106 TUB. Successivamente, con l'entrata in vigore del decreto legislativo 27 gennaio 2010, n. 11, attuativo della direttiva 2007/64/CE (*Payment Service Directive*), le piattaforme sono state inquadrare nella disciplina degli istituti di pagamento, ugualmente sottoposti alla vigilanza della Banca d'Italia.

Il Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti

diversi dalle banche della Banca d'Italia (8 novembre 2016) disciplina più direttamente il social lending (o *lending based* Crowdfunding) attraverso il quale si richiede, tramite piattaforme on line, a una pluralità di potenziali finanziatori fondi rimborsabili per finanziare un progetto (o anche per uso personale).

Il principale limite che incontrano i gestori dei portali on-line di social lending (ma anche i prenditori, titolari del progetto) riguarda, appunto, la raccolta di risparmio tra il pubblico. Per i gestori è consentito ricevere fondi se autorizzati come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB. I prenditori possono acquisire fondi esclusivamente in base a trattative personalizzate con i singoli finanziatori, caso che si verifica solo quando le piattaforme svolgono una mera attività di supporto alle trattative precedenti alla formazione del contratto. Deve essere anche previsto un limite massimo di contenuto ammontare all'acquisizione di fondi tramite portale, per escludere il carattere della professionalità. Resta consentita l'acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale.

Quanto alla dimensione del relativo mercato, può farsi riferimento alle piattaforme *consumer*, dedicate alle persone fisiche, che hanno erogato prestiti nel periodo giugno 2021/giugno 2022 per 65,5 milioni di euro, totalizzando l'ammontare di 188,8 milioni (a partire dall'avvio delle piattaforme).Le piattaforme *business* non immobiliari nello stesso anno hanno erogato 102,4 milioni (in totale 273 milioni).

Dall'esame dei due comparti del *Crowdfunding* (*Equity* e *Lending*) si ricava sicuramente l'indicazione di un mercato di dimensioni estremamente ridotte, comunque in crescita, che merita attenzione per le potenzialità di sviluppo, in particolare in connessione alla recentissima riforma collegata al recepimento del Regolamento ESCP (UE) 2020/1503 (cfr. infra).

3. Il *Real Estate Crowdfunding* consente di superare alcune delle principali difficoltà che incontrano gli investimenti *retail* nel settore immobiliare. In particolare, ci si riferisce all'entità dell'impegno finanziario richiesto, alla gestione dell'immobile, alla bassa liquidità.

Applicando lo schema del *Crowdfunding* si può, invece, partecipare ad un progetto con importi contenuti, si possono diversificare gli investimenti, si può delegare al promotore del progetto la gestione dell'immobile e si può controllare l'investimento, anche interloquendo con i promotori. La liquidità dell'investimento, altro aspetto delicato, è, al momento, condizionata dallo sviluppo delle "bacheche elettroniche" e, quindi, dalla crescita di un mercato secondario.

I progetti immobiliari possono, in ogni caso, utilizzare uno schema di finanziamento misto, in parte sostenuto da credito bancario. Rispetto a quest'ultimo il *Crowdfunding* presenta, comunque, il vantaggio dell'immediatezza e della semplificazione amministrativa.

A giugno 2022 si contavano 27 piattaforme dedicate al *Real Estate Crowdfunding*, mentre un anno prima erano solo 18. I progetti finanziati mirano a realizzare o a riqualificare progetti immobiliari destinati poi alla vendita. I tempi sono brevi o medi; il meccanismo si giova della rapidità della raccolta e dell'assenza di garanzie richieste, differentemente, ad esempio, rispetto a quanto occorre per il credito bancario.

I progetti finanziati tra giugno 2021 e giugno 2022 hanno raccolto 127,25 milioni di euro, con una crescita del 38,1%; il *target* medio supera 1 milione di euro, quello massimo 3,6 milioni. Le piattaforme di *Lending* immobiliare (n. 20) hanno avuto un flusso di 83,15 milioni, arrivando a totalizzarne 176,49.

Sull'andamento nel 2022 possono essere utilizzati i dati raccolti da *Crowdfunding Buzz*, secondo cui la raccolta complessiva è stata pari a 145,37 milioni

di euro (54,97 attraverso le piattaforme di *Equity*, 90,4 con quelle di *Lending*)⁶. Rispetto all'anno precedente la crescita è stata del 47%.

In realtà, il numero di progetti finanziati è cresciuto molto poco (25, rispetto a 24 del 2021); la raccolta media per progetto (2,2 milioni di euro) ha influenzato, quindi, la crescita (rispetto a 1,7 milioni del 2021). Anche l'investimento medio è aumentato da 8.100 euro a 12.400.

La remunerazione indicata nelle campagne del 2022 è stata molto più elevata rispetto all'anno precedente (12,7% contro 11,9%). Ed è anche un po' diminuita la durata prevista quale "*holding period*", pari a 21,2 mesi in media nel 2021 e a 20,3 mesi del 2022.

Molto spinta la crescita della raccolta per progetti immobiliari attraverso le piattaforme di *Lending*. Si conferma una tendenza assolutamente positiva: sul 2021 +57%; nel 2021 + 59% rispetto al 2020.

Anche altri indicatori confermano la spinta del *Lending*: il numero dei progetti finanziati passa da 248 a 329, mentre la raccolta media è stata nel 2022 di 275 mila euro a fronte dei 233 mila del 2021. Segnali di fiducia emergono dall'investimento medio (3.200 euro contro i 2.700 del 2021) e il numero di investimenti (dai 37 mila del 2021 ai 53 mila del 2022).

In ogni caso, anche se nel mercato è stato possibile osservare un recente positivo sviluppo, il *Crowdfunding* immobiliare non è considerato, in generale, un meccanismo strategico per i progetti immobiliari, in quanto la soglia di investimento usualmente prevista risulta troppo bassa.

Resta la considerazione che il *Crowdfunding* immobiliare, per la sua caratteristica di poter mettere a disposizione fondi con assoluta immediatezza, presenta il vantaggio di poter consentire un avvio rapido delle operazioni di ristrutturazione, anche se l'intervento costituisce una quota minoritaria

⁶ Secondo Start up Wallet il capitale raccolto nel 2022, tra RE equity e landing, sarebbe stato inferiore (131,7 milioni di euro).

dell'investimento complessivo, nelle more del perfezionamento di altre operazioni di finanziamento, tipicamente rappresentate dal credito bancario.

4. Il mercato del Crowdfunding, cresciuto nelle maglie larghe della regolamentazione, è stato oggetto di una complessiva "sistemazione normativa" ad opera del Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 (ECSP); la disciplina europea, si applica ai servizi di Crowdfunding alle imprese, intesi come l'intermediazione, senza assunzione di rischi in proprio, tramite l'utilizzo di una piattaforma digitale aperta al pubblico per realizzare o facilitare l'abbinamento tra potenziali investitori e imprese che cercano finanziamenti sotto forma di prestiti o di emissione di valori mobiliari o di altri strumenti finanziari.

Piuttosto che una restrizione alle potenzialità degli operatori si tratta, in realtà, specie nella chiave di lettura del comparto immobiliare, di una vera e propria apertura generalizzata del mercato finanziario allo strumento del Crowdfunding.

Il Regolamento ECSP si caratterizza, in primo luogo, per introdurre una disciplina europea che supera il limite (soprattutto per i rischi ed i costi di natura legale) finora incontrato dal Crowdfunding di contenere l'operatività all'interno dei mercati nazionali; inoltre ha inteso accorpate, opportunamente, sotto la medesima disciplina sia il Crowdfunding basato sul prestito sia il Crowdfunding basato sull'investimento, considerato che le due tipologie possono essere strutturate come alternative comparabili di finanziamento.

Queste due significative aperture risultano particolarmente efficaci per il Crowdfunding immobiliare che finora ha, in primo luogo, sofferto non riuscendo a crescere attraverso operazioni transfrontaliere mentre forme concorrenti di finanza immobiliare, quali tipicamente i Fondi chiusi, si basano proprio sulla capacità di far incontrare investitori e progetti di diversi Paesi.

Molto positiva è l'equiparazione normativa tra le due forme di Crowdfunding;

infatti, frequentemente le operazioni di *equity* immobiliare essendo, in ultima analisi, garantite da beni immobili fanno già trasparire una natura effettiva di finanziamento; la possibilità di offrire operazioni immobiliari con un mix palese tra equity e prestito risulta quindi verosimile fattore di sviluppo. Questa dimensione trasversale della regolamentazione europea potrà avere un primo effetto di fondo sui portali già operanti (dei quali si è riferito nei precedenti paragrafi) inducendo ad indirizzarsi su entrambi filoni (equity e landing), anche con formule miste.

Altro aspetto fortemente innovativo riguarda la disciplina del servizio di gestione individuale di prestiti (art. 6) in base al quale un prestatore di fondi dà mandato al fornitore di servizi di Crowdfunding di ripartire in modo discrezionale un importo prestabilito tra uno o più progetti di Crowdfunding presenti sulla piattaforma. La gestione di questa attività richiede il rispetto di regole contrattuali (a partire dalla durata e dai tassi minimi e massimi) e di solide procedure e metodologie per la valutazione del rischio di credito per singolo progetto e per il portafoglio dell'investitore⁷. Un elemento di professionalità da parte del gestore potrà essere quello di specializzarsi nel finanziamento a determinati settori e tra questi quello immobiliare.

I principi generali del Regolamento ECSP valgono, ovviamente, per tutti i settori del Crowdfunding; il fornitore dei servizi deve improntare la propria attività agendo in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei clienti (art. 4)⁸; non può accettare né pagare remunerazioni di alcun tipo per canalizzare gli ordini verso una particolare offerta (art. 3). L'organo di gestione deve garantire politiche e procedure per una gestione efficace e prudente; per la separazione delle funzioni; per

⁷ Nel Regolamento ECSP la disciplina per la gestione individuale di portafogli di prestiti è, nell'art. 6, molto articolata. Devono essere forniti agli investitori la descrizione del metodo per le valutazioni; dettagliate notizie sulla composizione e sull'andamento dei portafogli individuali; ampie informazioni sul fondo (eventuale) a copertura dei rischi, compresa l'indicazione dei limiti al diritto di essere rimborsati. Trimestralmente vanno anche diffuse al pubblico informazioni sul rendimento del fondo.

⁸ L'art. 7 pone poi l'obbligo nei confronti dei clienti di rendere disponibili procedure efficaci e trasparenti per il trattamento tempestivo, equo e coerente dei reclami presentati in relazione ai quali devono essere sempre svolte indagini.

prevenire i conflitti d'interesse, che sono poi disciplinati dall'art. 6.

Il fornitore, qualora stabilisca il prezzo di un'offerta di Crowdfunding, deve basarsi su informazioni adeguate al fine di pervenire ad una ragionevole valutazione del rischio di credito e deve assicurarsi che il prezzo sia equo e adeguato. Altro obbligo riguarda la cd. adeguata verifica nei confronti dei titolari dei progetti consistente, come minimo, nell'accertamento della mancanza di precedenti penali (in materie rilevanti per l'attività imprenditoriale o professionale) e del non essere insediato in un Paese con una giurisdizione non cooperativa o ad alto rischio.

Il cuore della normativa europea è poi, ovviamente, nelle disposizioni a tutela degli investitori che sono contenute negli artt. 19/23 e in due allegati riguardanti, rispettivamente le informazioni chiave sull'investimento e la definizione di investitore "s sofisticato".

Le disposizioni di tutela si incentrano sulle informazioni ai clienti che devono essere corrette, chiare e non fuorvianti. Ad esempio, va esplicitato che i servizi di Crowdfunding non sono coperti né dal sistema di garanzia dei depositi (bancari) né dai sistemi di indennizzo degli investitori. Vanno poi pubblicati (annualmente) il tasso di default dei progetti della piattaforma e (ogni quattro mesi) il rendiconto dei risultati.

Prima di poter accedere sulle piattaforme per investire è prevista una fase di verifica delle conoscenze e della capacità di sostenere perdite; in sintesi la valutazione di base se i servizi di Crowdfunding siano appropriati per i potenziali investitori "non sofisticati".

I fornitori devono quindi acquisire informazioni su esperienza, obiettivi di investimento, situazione finanziaria, comprensione dei rischi. Gli investitori sono tenuti ad effettuare una simulazione sulla capacità di assorbire eventuali perdite (indicata nel 10% del loro patrimonio netto).

Per gli investitori "non sofisticati" è previsto un periodo di riflessione

precontrattuale entro il quale è possibile revocare l'offerta.

Nell'allegato II sono indicati i criteri di identificazione di quello che è, invece, definito un investitore "s sofisticato" (persona fisica o giuridica), consapevole dei rischi e dotato di adeguate risorse per evitare eccessive conseguenze finanziarie, assumendosi i rischi connessi agli investimenti; per tali soggetti, ad esempio, non è necessario effettuare il test preliminare su conoscenze e capacità di sostenere le perdite. I clienti classificati come "professionali" secondo la normativa MiFID sono considerati investitori "s sofisticati". Nel calare queste regole nell'operatività del Crowdfunding immobiliare, prestando in particolare attenzione al taglio medio degli investimenti e alla natura di persone fisiche della gran parte degli investitori, emerge che – almeno al momento – i clienti tipo non sembrano rientrare nella categoria dei "s sofisticati".

L'obbligo di fornire a tutti i potenziali investitori le informazioni chiave sull'investimento si concretizza in una scheda standardizzata redatta dal titolare del progetto (*Key Investment Information Sheet*, KIIS). Le informazioni sono numerose e sono anche dettagliate nell'allegato I, riguardando il titolare del progetto (con una attestazione di responsabilità), le caratteristiche del Crowdfunding (a seconda che si tratti di raccolta di capitale o di assunzione di prestiti), i fattori specifici di rischio (con le garanzie previste), gli elementi della gestione di portafogli prestiti, gli oneri per gli investimenti e, infine, i mezzi di ricorso ove si voglia presentare un reclamo.

Per i progetti immobiliari questa fase sarà sicuramente in qualche modo facilitata dovendo riguardare progetti (costruzioni/ristrutturazioni) che devo avere già ex ante una loro completezza e affidabilità in base alla normativa e alle tecniche del settore.

Per operare in questo nuovo mercato europeo regolamentato occorre un'autorizzazione (unica, a prescindere dal tipo di servizio di Crowdfunding offerto) da parte dell'autorità nazionale competente. Tra i numerosi requisiti necessari per

l'autorizzazione, oltre al programma d'attività, vanno segnalati, da un lato, gli aspetti di adeguatezza della governance e dei controlli interni e, dall'altro, l'analisi dei rischi operativi, la descrizione dei presidi prudenziali e il piano di continuità operativa nella prestazione dei servizi essenziali (in caso di fallimento).

Data la portata transfrontaliera dell'autorizzazione è previsto che l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*), oltre ad emanare norme tecniche, gestisca e pubblicizzi un registro di tutti i fornitori di servizi di Crowdfunding.

Il grosso salto di qualità per i fornitori dei servizi di Crowdfunding è che all'autorizzazione consegue la sottoposizione alla vigilanza delle autorità competenti che hanno rilasciato l'autorizzazione, che si realizza, in primo luogo, attraverso l'esercizio di poteri informativi e ispettivi. E l'autorizzazione può essere anche revocata, ad esempio, nel caso di gravi violazioni alle disposizioni del regolamento ECSP. Un cenno merita la scelta di introdurre un pacchetto di misure d'intervento preventivo (art.30) articolate e sicuramente efficaci, del resto largamente ispirate ai provvedimenti previsti dalla Direttiva CRD IV (2013/36/UE) e introdotti nel 2015 per le banche nel Testo unico bancario. Si spazia dalla sospensione (o divieto) delle offerte e delle comunicazioni di marketing alle ispezioni, all'obbligo di rendere pubbliche le violazioni del fornitore di servizi e fino al trasferimento dei contratti, previo accordo dei clienti, ad altro fornitore in caso di revoca dell'autorizzazione. Le misure amministrative per i casi di violazioni normative sono contenute nell'art. 39 della ECSP e consistono in ingiunzioni a porre termine ai comportamenti irregolari, sanzioni amministrative, dichiarazioni pubbliche indicanti i responsabili, divieti per questi ultimi di gestire servizi di Crowdfunding.

5. Il Consiglio dei ministri ha approvato in via definitiva il decreto legislativo 1° marzo 2023, n. 30 per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento ESCP (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di

Crowdfunding per le imprese.

Dall'esame del provvedimento, pubblicato sulla Gazzetta ufficiale il 24 marzo 2023, è possibile delineare gli snodi fondamentali della riforma che vanno a modificare le disposizioni del TUF in materia e che faranno da leva per sostenere lo sviluppo del settore del Crowdfunding; in particolare nel campo immobiliare, ove il Crowdfunding ha già iniziato ad affermarsi, la sfida di una regolamentazione più evoluta sarà quella di incentivarne la crescita, aumentando la fiducia degli investitori nel settore, nei portali, nei progetti.

Il primo punto riguarda i controlli, che devono basarsi su adeguati poteri d'indagine e di vigilanza. In base al nuovo art. 4-sexities TUF, le autorità nazionali competenti, in base al Regolamento, agli atti delegati e alle norme tecniche, sono la Consob e la Banca d'Italia secondo la tradizionale ripartizione dei compiti (in funzione del buon funzionamento del sistema finanziario e della tutela degli investitori). Alla prima toccano la trasparenza, ivi compresi gli obblighi informativi nella prestazione dei servizi di Crowdfunding, e la correttezza dei comportamenti, ivi comprese le procedure, la gestione dei conflitti d'interesse (tra i quali quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e di incentivazione), il trattamento dei reclami, i controlli di conformità. Ancora, la Consob deve individuare le disposizioni applicabili al marketing e monitorandone l'attuazione.

La Banca d'Italia, secondo lo schema di base per gli intermediari vigilati, è competente per numerosi profili a partire dall'adeguatezza patrimoniale, dal contenimento del rischio, dalle partecipazioni detenibili, dal governo societario. Più in dettaglio le competenze si articolano nella materia dell'organizzazione amministrativa e contabile, dei controlli interni, dei sistemi di remunerazione e di incentivazione, della funzione di controllo della conformità. Nella gestione dei rischi rientrano la determinazione del tasso di default, l'audit interno e l'esternalizzazione di funzioni operative.

Rientrano ancora nella sfera dei controlli della Banca d'Italia le verifiche sui requisiti dei diversi soggetti coinvolti. Si tratta dei partecipanti al capitale della società che fornisce i servizi (per almeno il 20%); dei titolari dei progetti (assenza di precedenti penali rilevanti e non provenienza da giurisdizioni non cooperative o ad alto rischio); degli stessi esponenti aziendali del fornitore; si applica, nella sostanza, la disciplina dei requisiti di onorabilità e professionalità di cui all'art. 26 del Testo unico bancario.

L'autorizzazione all'attività è ripartita: va alla Banca d'Italia se si tratta di banche, istituti di pagamento, intermediari finanziari (in quanto già vigilati), alla Consob per tutti gli altri (e quindi per i nuovi operatori specializzati), secondo le previsioni dell'art. 12 del Regolamento UE. Saranno previste procedure semplificate per i soggetti già autorizzati e per le banche e gli altri intermediari vigilati.

Tante regole possono ovviamente preoccupare, quanto ad oneri e quanto a costi. Le due Autorità dovranno facilitarne l'attuazione attraverso protocolli d'intesa, operando in sinergia, senza ridondanze, secondo uno schema di cooperazione già ben sperimentato per il settore finanziario e bancario tradizionale. Ovviamente è doveroso lo scambio di informazioni specie in tema di provvedimenti assunti e di irregolarità accertate. Per i rapporti transfrontalieri e con l'ESMA il punto di contatto unico è costituito dalla Consob.

Ma una valutazione sulla concreta normativa si potrà avere solo una volta che le due Autorità avranno emanato propri regolamenti applicativi del Regolamento ESCP che serviranno a trasporre nell'ordinamento nazionale tutta la (complessa) normativa europea. Lo spazio per discostarsi non è certo molto, ma, in ogni caso, anche in questo campo varranno i principi della buona regolamentazione in termini di proporzionalità delle regole e di riduzione al minimo degli oneri gravanti sui fornitori di servizi di Crowdfunding. Sul punto va segnalato che la Consob ha già avviato in data 2 marzo la consultazione per adeguare il proprio Regolamento 1503/2020,

consultazione breve, a dire il vero, visto che il termine è già scaduto il 17 marzo. Sul procedimento di rilascio dell'autorizzazione vengono disciplinati aspetti di dettaglio; su quello di revoca si prevede il termine di sei mesi, considerata la complessità dell'istruttoria. Si precisano alcuni obblighi informativi alla Consob e per le comunicazioni di marketing.

Il secondo snodo riguarda le offerte di Crowdfunding, disciplinate da un rinnovato art. 100 ter TUF, che pone anche alcune deroghe alla disciplina civilistica in tema di quote di partecipazione di società a responsabilità limitata. In particolare, queste possono essere offerte al pubblico tramite piattaforme di Crowdfunding.

La sottoscrizione e l'alienazione di quote di s.r.l. può avvenire, attraverso un regime alternativo (chiaramente indicato nella piattaforma di Crowdfunding), per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di servizi di investimento, che possono anche intestare le quote a loro nome per conto di chi abbia aderito all'offerta. L'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni degli strumenti finanziari emessi non necessita della stipulazione di un contratto scritto; l'alienazione può avvenire mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario. Ogni corrispettivo, spesa o onere gravante sull'investitore deve essere indicato nel portale dell'offerta in modo chiaro.

Non sembrano, in questa prospettiva, mancare spazi per l'innovazione e la concorrenza in chiave tecnologica.

Altro punto riguarda la responsabilità che ricade sul titolare del progetto per i casi di informazioni fuorvianti o imprecise ovvero di omissioni fondamentali, necessarie per decidere se finanziare o meno l'iniziativa. È invece responsabile il fornitore di servizi di Crowdfunding per la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma che devono essere corrette, chiare e non fuorvianti.

Il nuovo art. 100 ter TUF precisa anche che i soggetti che prestano servizi di

Crowdfunding diversi da quelli disciplinati dal regolamento (UE) 2020/1503 devono indicarlo sul loro sito, chiarendo anche che a tale servizio, non autorizzato o vigilato dalla Banca d'Italia e dalla Consob, non si applicano le regole e le tutele del regolamento.

La norma non ha un rilievo marginale in quanto chiarisce che anche al di fuori dei servizi disciplinati dal regolamento UE e dal TUF residua un'area di autonomia per piattaforme di Crowdfunding "atipiche". Tenendo presente che in base all'art. 1 del regolamento UE si è fuori della disciplina, in particolare, qualora le offerte di Crowdfunding siano superiori a 5 milioni di euro su un periodo di 12 mesi sembra potersi desumere che potrà anche svilupparsi un comparto di piattaforme "libero", non regolamentato, relativo a progetti di maggiore entità, verosimilmente destinato ad investitori istituzionali. Verrebbe così – sia pure al di fuori della regolamentazione – a superarsi il limite della normativa europea di aver concepito il Crowdfunding come un fenomeno rivolto ad iniziative (ad esempio in campo immobiliare) di dimensioni minori.

6. Di fronte alla sottoposizione ad un sistema di regole e controlli è comprensibile il dubbio che la spinta dell'innovazione ne possa risultare attenuata, se non compressa.

Ma i fenomeni innovativi nel campo della finanza, come insegnano i purtroppo ormai frequenti esempi negativi dal mondo delle crypto-attività, vanno maneggiati con cura, nell'interesse degli investitori, del mercato e, non da ultimo, delle imprese che puntano ad un duraturo sviluppo.

Nel campo del Real estate il settore bancario resta il principale finanziatore: tra edilizia e attività immobiliari con 135 mld di euro; ai mutui alle famiglie per l'acquisto di abitazioni vanno poi circa 137 mld. Il settore dei Fondi immobiliari si mantiene stabile a 107 mld con 570 fondi attivi (68 SGR). Si tratta, come noto, di

fondi riservati ad investitori professionali (spesso esteri) mentre quelli retail sono in via di estinzione.

Del tutto marginale è risultato finora l'apporto alla finanza immobiliare di altri strumenti quali SIIQ, SICAF, società immobiliari quotate.

La parte pubblica si caratterizza soprattutto per gli interventi del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR); dal complesso di circa 235 mld si può stimare che circa il 32% dovrebbe confluire (fino al 2026), non senza difficoltà attuative, in costruzioni e opere di edilizia civile. Gli obiettivi vanno dalla messa in sicurezza, alla riqualificazione energetica, all'adeguamento sismico, con un ruolo strategico di leva per lo sviluppo dell'intero sistema economico e sociale.

Questo è, dunque, lo scenario in cui inizia ad affermarsi il Crowdfunding immobiliare, come equity e come lending.

Ma se si amplia lo sguardo al panorama internazionale, appare rilevante notare che gli operatori di *Private equity* tradizionale finora non sembrano aver mostrato interesse per il settore immobiliare. In Italia il PE è sicuramente in crescita con un patrimonio dei fondi di investimento alternativi (FIA), in larga misura esteri, il cui patrimonio netto si ragguaglia a oltre 30 miliardi di euro (nel 2015 erano 9) e il numero di fondi è aumentato da 165 a 3859. Nonostante questa forte crescita, in rapporto al PIL le risorse gestite in Italia restano molto inferiori alla media dell'area (2% a fronte del 6%). Il mercato italiano del *Private equity* è, quindi, ancora poco sviluppato nel confronto internazionale, con ampi margini di crescita potenziale.

In conclusione, per il Crowdfunding immobiliare si apre nel futuro una duplice sfida. Nell'ambito della nuova cornice normativa delineata dal Regolamento ESCP la prima sfida riguarda l'attuazione delle nuove regole, il rispetto dei requisiti previsti e l'ingresso nel club degli intermediari autorizzati e sottoposti alla vigilanza congiunta

⁹ L'origine dei capitali è molto varia: per il 24,5% assicurazioni; per il 16,8% fondi pensione; per il 12,5% agenzie governative; per l'11,8% investitori individuali (il restante fondi di fondi, banche, ecc.).

della Banca d'Italia e della Consob. Su questa strada, la crescita della reputazione e le maggiori tutele per gli investitori potranno consentire di occupare l'ampio spazio per gli investimenti nel settore immobiliare lasciato libero dalla progressiva scomparsa dei Fondi immobiliari aperti retail. Rispetto a questi ultimi giocano a favore del Crowdfunding immobiliare, soprattutto, la possibilità di scegliere su quale progetto puntare (anche ripartendo il rischio tra più iniziative diverse) e la circostanza che viene indicato un periodo atteso al termine del quale è prevista la liquidazione dell'investimento.

Al di fuori della regolamentazione, come risulta anche dallo stesso Regolamento ESCP, l'attività di Crowdfunding resta possibile. Si può, quindi, ipotizzare un effetto congiunto delle potenzialità di crescita ancora inesprese del Private equity in Italia e della leva tecnologica, che impronta le piattaforme a rapidità e semplicità, a predeterminazione delle modalità di funzionamento e a chiarezza delle clausole contrattuali. Dalla sinergia dei due fattori potrebbe nascere una tendenza attrattiva di investimenti elevati (sicuramente superiori ai 5 milioni previsti nel Regolamento) da parte di soggetti (soprattutto esteri) di natura professionale/istituzionale; ma per questa seconda sfida occorreranno gestori delle piattaforme con una reputazione molto elevata e un ruolo nel mercato finanziario e immobiliare già molto rilevante e diffusamente riconosciuto.

Luigi Donato

Avvocato

IL PUNTO DI VISTA DELL'INDUSTRIA, TRA OPPORTUNITÀ E RITARDI NELLA ATTUAZIONE DELLA DISCIPLINA: COMPETITIVITÀ DEL SISTEMA ITALIA *

(The industry perspective, between opportunities and delays in the implementation of the discipline: competitiveness of the Italian system)

ABSTRACT: *The Italian crowd-investing industry is undergoing a transformative phase in response to the new European regulation.*

Despite experiencing consistent growth until mid-2022, transaction volumes still lag significantly behind more conventional financial instruments. The chapter explores market data and the potential effects of the delayed authorization process for Italian operators, which could impact their competitiveness. Potential scenarios include market consolidation, increased competition from foreign entities, cross-selling opportunities, and the long-lasting pursuit of profitability for operators.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Il Patto di Stabilità e Crescita alla prova delle crisi. – 3. Considerazioni conclusive.

1. Con la definitiva entrata in vigore del nuovo regolamento europeo il settore domestico del *crowd-investing* è ad un punto di svolta, e definire quali saranno gli sviluppi che caratterizzeranno i prossimi anni non è semplice.

Per provare a identificare i *trend* futuri è utile fare un passo indietro e analizzare l'evoluzione del mercato domestico, insieme alle dinamiche in atto a livello internazionale e alla congiuntura. Lo scenario macro-economico infatti, soprattutto su alcuni segmenti come quello legato al venture capital, sta avendo in questi mesi un impatto rilevante.

*Contributo approvato dai revisori.

Per far ciò è utile prendere in considerazione sia gli strumenti attualmente collocabili da parte dei soggetti che operano secondo il “Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line” di Consob, sia gli strumenti di lending (immobiliare e non) che verranno compresi dalla nuova regolamentazione europea. In questo modo potremo avere un quadro complessivo del mercato domestico del *crowd-investing*.

A quasi 10 anni dalla prima regolamentazione nazionale (2013), il *crowd-*

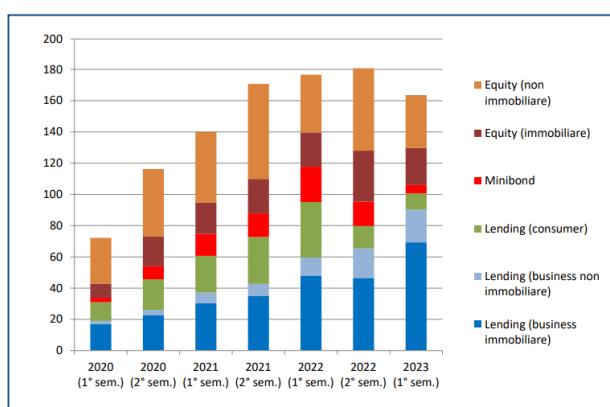


Figura 1.2
I numeri del *crowdinvesting* in Italia: il flusso dei finanziamenti erogati in ogni semestre. Dati in € milioni

italiano, nonostante una crescita abbastanza costante fino al 1° semestre 2022, non è ancora riuscito a raggiungere volumi di raccolta e di utilizzo (da parte di società ed

investitori) tali da essere comparato ad altri strumenti di finanza tradizionale. Tali strumenti rimangono tutt’oggi una nicchia.

Nell’immagine riportata a fianco, estratta dall’8° “Report Italiano Sul Crowdfunding” realizzato dal Politecnico di Milano¹ si evince come negli ultimi sette semestri, la crescita dei principali strumenti che utilizzano un modello *crowd-based* sia stata costante ma lineare, con un rallentamento a partire dal 1° semestre 2022 che ha portato ad una lieve decrescita nel 1° semestre 2023 in cui il mercato ha superato di poco i 160 milioni di euro raccolti (o investiti). Eliminando da questo dato la porzione relativa agli strumenti ad oggi non regolamentati (lending), tale valore scende in un intorno dei 60 milioni di euro.

Il rallentamento iniziato nel 2° semestre 2022 è influenzato principalmente

¹<https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2023/07/reportcrowd2023.pdf>

dalla contrazione dei comparti *mini-bond* ed *equity* non immobiliare.

Tabella 1.1
Dati sulla raccolta delle campagne pubblicate sulle piattaforme di *crowdfunding* italiane.

(*) Sono escluse le campagne di offerta di quote di OICR

(**) Fra parentesi l'incremento rispetto all'anno precedente

Categoria di portali	Tipologie di campagne	Tipologie di portali	Raccolta totale complessiva	Raccolta ultimi 12 mesi (**)
Portali online per la raccolta di capitale (Consob) (*)	Collocamento di quote di capitale di rischio	Non immobiliari	€ 398,37 milioni	€ 86,64 milioni (-11%)
		Immobiliari	€ 173,31 milioni	€ 56,42 milioni (+28%)
	Collocamento di <i>minibond</i>	Tutti	€ 89,93 milioni	€ 20,82 milioni (-45%)
Portali online di <i>social lending</i>	<i>Consumer</i>	Tutti	€ 213,58 milioni	€ 24,76 milioni (n.s.)
	<i>Business</i>	Non immobiliari	€ 93,17 milioni	€ 39,96 milioni (+31%)
		Immobiliari	€ 267,60 milioni	€ 115,79 milioni (+39%)
TOTALE PIATTAFORME CROWDINVESTING			€ 1.235,96 milioni	€ 343,99 milioni (-1%)

Se per il comparto bond (-45% YoY) l'aumento dei tassi di interesse ha sicuramente giocato direttamente un ruolo rilevante, per quanto riguarda il comparto equity non immobiliare (-11% YoY) ha sicuramente risentito della contrazione a livello globale degli investimenti in venture capital, che anche essa risente dall'aumento dei tassi e di una diminuzione dell'appetito al rischio da parte degli investitori istituzionali².

Si prende in considerazione come ambito quello del venture capital in quanto l'equity crowdfunding (non immobiliare) è utilizzato principalmente da startup in fasi iniziali della propria vita come dimostra il grafico seguente (startup innovative sono il 60% circa del totale delle offerenti)

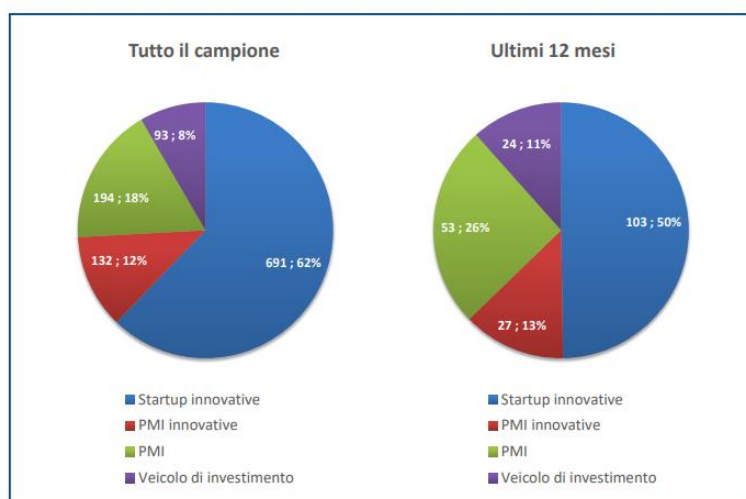
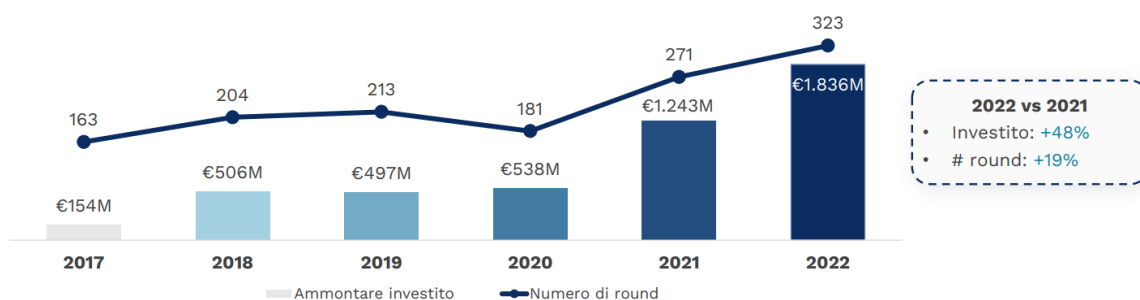


Figura 2.9
Tipologia societaria delle 1.110 imprese protagoniste di una campagna di *equity crowdfunding* su portali autorizzati da Consob fino al 30/6/2023

²<https://news.crunchbase.com/venture/vc-funding-falling-report-data-q2-2023-global>

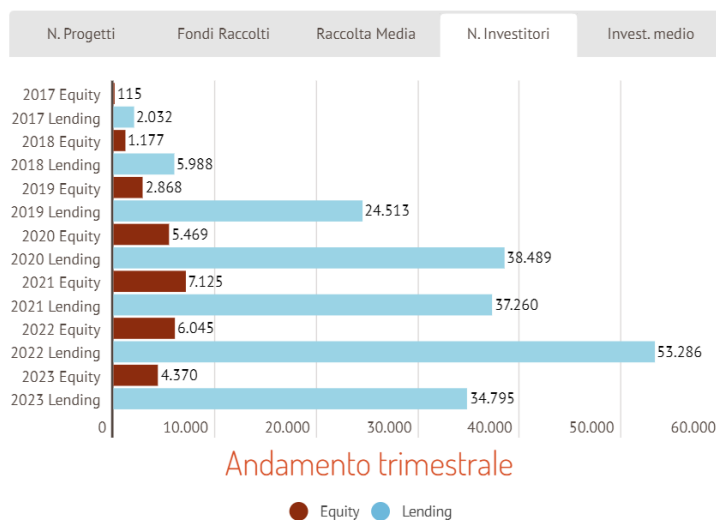
Analizzando i volumi possiamo notare come i quasi 80 milioni di equity non immobiliare raccolti dall'intero mercato nel 2022 (fonte. Crowdfundingbuzz.com) rappresentino non più del 5% del totale del segmento venture capital, che ha sfiorato i 2 miliardi di euro raccolti come riportato dal seguente grafico estratto dal report "Osservatorio sul Venture Capital Italia Q4-22 e FY-22" realizzato da Italian Tech Alliance in collaborazione con Growth Capital.



Se nel segmento VC Italiano, che è ancora poco sviluppato rispetto a quello di altri paesi dell'Unione Europea il *crowd-investing* in termini di volumi rappresenta oggi una quota marginale, ancora più netta è questa dinamica in settori maggiormente sviluppati come il credito alle imprese o il settore *real estate*.

I progetti immobiliari finanziati con le piattaforme di Equity e Lending Crowdfunding

(I valori in € sono in migliaia)



Se prendiamo come ulteriore dato il numero degli investitori coinvolti nelle operazioni di raccolta vediamo come ad esempio il segmento equity non immobiliare abbia coinvolto, secondo i dati raccolti da Crowdfundingbuzz.com, circa 11.6k investitori (vs 16.8k nel 2021). Segnale che non sta

umentando il bacino d'utenza interessato a questa tipologia di asset class.

Dati sicuramente più incoraggianti, sebbene ancora contenuti, quelli del lending immobiliare che passa dai 37.2k del 2021 ad oltre 53.2k nel 2022.

Sempre sul segmento equity non immobiliare, si registra tutt'oggi una percentuale molto bassa di exit realizzate dalle società emittenti, con conseguente restituzione agli investitori del capitale e del relativo rendimento (su cui però non si hanno dati pubblici aggregati). Se è vero che questa asset class prevede ritorni potenziali nel medio lungo periodo, il mercato non ha ancora dimostrato ad oggi di essere in grado di generare sufficienti casi di successo tali da generare i ritorni sperati per gli investitori.

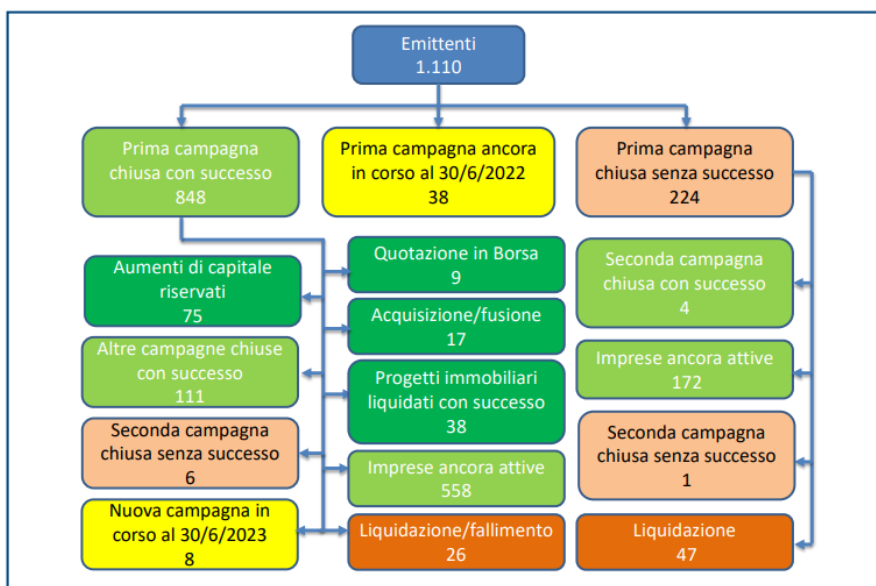


Figura 2.12
Le 1.110 imprese emittenti: cosa è successo dopo

Dall'analisi di questi dati emerge quindi che

- Il mercato ha dimostrato tassi di crescita interessanti, lineari, ma non ha ancora raggiunto volumi tali da essere paragonabile a strumenti di finanza tradizionale, né in termini di volumi raccolti che di stakeholders coinvolti.
- C'è una grande frammentazione di operatori, sebbene su alcuni segmenti siano già emerse alcune dinamiche di polarizzazione, i quali non presentano

ancora dimensioni tali da poter garantire una sostenibilità del business nel lungo periodo.

- Soprattutto il segmento equity non immobiliare non ha ancora generato sufficienti casi di successo (*exit*) tali da poter dimostrare la redditività di questa asset class.
- Il comparto immobiliare rimane al momento quello più attrattivo per gli investitori e quello in maggior crescita.

In questo contesto di mercato, si inserisce il ritardo con cui le autorità nazionali si sono mosse per mettere gli operatori domestici in condizioni tali da poter richiedere l'autorizzazione ad operare secondo il nuovo regolamento.

A giugno 2023 infatti ancora nessun operatore domestico ha ricevuto il via libera dalle autorità ad operare secondo il nuovo regolamento e sono ancora in corso gli iter autorizzativi.

Guardando però al panorama europeo, alla stessa data sono già oltre 30 gli operatori autorizzati ed operativi, con autorizzazioni rilasciate da Paesi quali Spagna, Francia, Romania, Paesi Bassi, Svezia, Belgio, etc³.

È chiaro che questo ritardo potrebbe portare ad una perdita di competitività per i player domestici per via del ritardo con cui potranno iniziare ad operare in un'ottica internazionale.

Oltre a ciò, c'è da prendere in considerazione il fatto che la sfida per gli operatori non sarà solamente quella di apertura di nuovi mercati, ma anche di protezione della propria *market share* sul mercato interno.

Un mercato che va ad ampliarsi e uniformarsi infatti allargherà lo scenario competitivo, che non sarà più solo domestico.

I *player* che vorranno cogliere questa opportunità dovranno avere la struttura

³<https://www.crowdfundinsider.com/2023/06/208568-there-are-now-30-ecspr-approved-investment-crowdfunding-platforms-in-the-eu/>

e le dimensioni tali per poter competere su questo nuovo piano, oltre che per rispondere alle nuove richieste da parte del regolatore.

In tal senso sono sempre di più, sia sul mercato domestico che su quello internazionale, le operazioni di aggregazione tra operatori, volte sia ad ampliare i volumi e quindi realizzare economie di scala, sia a diversificare l'offerta di prodotti di investimento.

Inoltre, la crescita tramite aggregazione ha il vantaggio di poter dotare l'operatore di una presenza territoriale che, come per la distribuzione di molti strumenti finanziari dedicati alle imprese, è essenziale per poter garantire una pipeline continua e di qualità.

Un nuovo mercato Europeo, che permetta di operare in tutti i paesi membri, è diventato, e diventerà, un target sempre più interessante per operatori d'oltre oceano. Sono già due le operazioni che hanno visto la partecipazione di player rilevanti in questo senso. In tali operazioni *player* statunitensi hanno investito/acquisito soggetti già attivi da tempo nel vecchio continente⁴.

Come evolverà quindi il settore domestico? Di seguito alcuni possibili scenari:

- La maggiore struttura richiesta agli operatori dal nuovo regolamento in termini di presidi, compliance e quindi costi di struttura, unitamente alla necessità di scalare i volumi per realizzare economie di scala porterà sempre più a dinamiche aggregative (già in atto) e a una polarizzazione del mercato intorno a pochi *player* che avranno la forza per competere a livello internazionale.
- Non è da escludere che ci saranno operazioni di acquisizione di player domestici da parte di soggetti esteri interessati a presidiare il territorio italiano.
- I segmenti immobiliari (*equity* e *lending*) continueranno a crescere e

⁴<https://techcrunch.com/2021/12/01/republic-acquires-the-uks-seedrs-in-100m-deal-to-push-into-europe/>-<https://techcrunch.com/2023/02/15/wefunders-equity-crowdfunding-platform-has-officially-expanded-to-the-eu/>

attireranno più facilmente del segmento non immobiliare investitori stranieri, attratti da un mercato in crescita e da rendimenti interessanti.

- Il segmento non immobiliare, soprattutto quello legato alle startup (equity) dovrà confrontarsi con player attivi in ecosistemi più evoluti che potrebbero causare una fuga di investitori verso ecosistemi a maggior probabilità di *exit*, e di conseguenza anche una “fuga” da parte delle società offerenti.

L'aumento dei prodotti gestiti dagli operatori diventerà di maggiore interesse per le società emittenti. Gli operatori potranno sempre di più beneficiare di dinamiche di *cross-selling* e *up-selling* tra i vari servizi offerti, aumentando il valore dei clienti e la propria marginalità.

Edoardo Reggiani

Crowdfunding expert

**I POTERI DI VIGILANZA IN TEMA DI SERVIZI E PIATTAFORME
TELEMATICHE DI FINANZA PARTECIPATIVA. L'EVOLUZIONE
DELLA DISCIPLINA SPAGNOLA TRA ASPETTI CRITICI E PROFILI
COMPARATIVI CON LA NORMATIVA ITALIANA ***

(Supervisory power on participatory finance services and digital platforms. The Spanish regulatory evolution between critical aspects and comparative profiles with Italian legislation)

ABSTRACT: *Following the EU regulation 2020/1503 on European crowdfunding service providers for business, Member States are adapting their legislations to new European regulation. In this context, the study deals with the evolution of the Spanish regulation, with particular reference to the recent innovations introduced with Law 18/2022, also with a view to a comparison with the Italian legislation referred to Legislative Decree 30/2023 and to the different choice to designating two Supervisory Authorities (Consob and Bank of Italy) compared to the single Spanish subject (CNMV).*

SOMMARIO: 1. Cenni introduttivi. - 2. La Ley 5/2015, de 27 de abril antecedente al Regolamento (UE) 2020/1503 - 3. La Ley 18/2022, de 28 de septiembre e le modifiche apportate alla Ley 5/2015 in attuazione della normativa europea. - 4. L'Autorità nazionale di vigilanza: la soluzione adottata dal Legislatore spagnolo a confronto con la successiva scelta italiana.

1. Le novità legislative intervenute nel più recente periodo hanno riaperto il dibattito sulle piattaforme di finanza partecipativa, tanto da stimolare una pronta risposta a tutti gli interrogativi posti dall'impatto dell'innovazione tecnologica nell'attività finanziaria anche per supportare la «crescita sostenibile» e dare impulso

*Contributo approvato dai revisori.

Il presente contributo è stato redatto nell'ambito delle attività svolte nel periodo di *visiting* presso l'Università Complutense di Madrid (2023).

ad una «nuova cultura imprenditoriale», come tiene a puntualizzare l'art. 25 del d.l. 18 ottobre 2011, n. 179, convertito nella legge 17 dicembre 2011, n. 221, al fine di delineare la funzione del crowdfunding”¹.

Aldilà dei profili sociali, civici e solidali che possono caratterizzare e diversificare l'operazione di finanziamento in questione (*donation based, reward based, social lending o peer to peer lending, equity crowdfunding*), in termini generali con il termine *crowdfunding* si indica già da tempo un processo con cui più persone (*folla o crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti internet (“*piattaforme*” o “*portali*”) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa².

Più nel dettaglio, è l'*equity crowdfunding*³ la categoria ad aver suscitato il maggiore dibattito e la frenetica attenzione del Legislatore⁴, prevedendo la partecipazione degli investitori al finanziamento del capitale.

In altri termini, si tratta di una raccolta di investimenti di rischio nel capitale di

¹ *In terminis*, CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, n. 2, 2023, pag. 123.

² CONSOB, *L'equity crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*, *Position papers*, n. 6, 2016, p. 7.

³ Per un approfondimento in tema di crowdfunding, v. BIFERALI, *Il Social lending. Problemi di regolamentazione*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, n. 4, 2017, pagg. 443 ss.; BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in SIRENA e ZOPPINI (a cura di), *I poteri privati e il diritto regolazionale*, Roma, 2018, p. 547; CARATOZZOLO, *La finanza innovativa per le imprese: sviluppo digitali ed evoluzioni regolatorie*, Padova, 2020; CIERVO, *Il rischio di “money laundering” e “money dirtying” connesso alle piattaforme e alle operazioni di “crowdfunding”: valutazione e gestione alla luce delle recenti evoluzioni normative*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, n. 1s, 2018, pagg. 3-27; MANZI, *Il fenomeno del crowdfunding e del social lending: caratteristiche operative e profili contrattuali*, in CAPRIGLIONE (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Milano, 2013, pagg. 389 ss.; MACCHIAVELLO, *Financial-Return Crowdfunding and Regulatory Approaches in the Shadow Banking, FinTech and Collaborative Finance Era*, in *European Company and Financial Law Review*, 14, 4, 2017; ID., *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca borsa titoli di credito*, n. 1, 2018, pagg. 63 ss.; MESSINA, *Crowdfunding e finanza alternativa*, in *Il Foro It.*, vol. 144, n. 11, pt. 5, 2019, pagg. 465-472; MOSCO (a cura di), *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Crowfuture, Roma, 2013; MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategia*, in *Banca borsa titoli di credito*, n. 5, 2019, pagg. 650 e ss.; TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, n. 2, 2014, pagg. 519 ss.; SCIARRONE ALIBRANDI (et al.), *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, *Quaderno FinTech Consob*, n. 5, 2019.

⁴ Per una ricostruzione della disciplina in ambito interno si rinvia a AFFINITO, *Il crowdfunding e gli ultimi sviluppi della disciplina sulla raccolta di capitali on-line*, in *Rivista elettronica di diritto, economia e management*, n. 2, 2020, pagg. 210 e ss.

società, per lo più di nuova costituzione e connotate, almeno nella fase embrionale, dall'alto potenziale innovativo⁵.

Il fenomeno negli anni ha assunto forme e dimensioni economicamente sempre più rilevanti nei singoli Stati membri, tanto da indurre il Legislatore europeo a uniformarne la disciplina, anche per evitare ogni ostacolo alla prestazione transfrontaliera di tali servizi e disfunzioni nel mercato interno, e da qui l'emanazione del Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese⁶, oltre che dei vari Regolamenti delegati che integrano la nuova disciplina e stabiliscono le norme tecniche di attuazione per l'applicazione della medesima.

Con il Regolamento europeo, sostituendo il quadro normativo relativo ai gestori di portali di *equity crowdfunding*, è stata prevista anche una disciplina applicabile al *lending crowdfunding* per le imprese.

Più in generale, oggi il *crowdfunding* rappresenta una delle tipologie di intermediazione in cui il fornitore dei servizi gestisce una piattaforma digitale rivolta al pubblico per porre in contatto le imprese che necessitano di reperire finanziamenti con potenziali investitori⁷.

E' il considerando 2 del Regolamento (UE) 2020/1503 a confermare l'intervento di tre attori, ovvero il titolare del progetto da finanziare, gli investitori che procedono al finanziamento di tale progetto e, infine, l'intermediario che attraverso una piattaforma online, e senza assumere alcun rischio, favorisce e rende possibile l'incontro tra i primi due soggetti.

In tale contesto, la normativa europea individua nella relazione triangolare anche il fornitore di servizi di *crowdfunding* (definito dall'art. 2, comma 1, lett. e, "una

⁵ Cfr. DE LUCA, FURNARI, GENTILE, *Equity Crowdfunding*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche. Sezione Commerciale*, Milano, 2017.

⁶ Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, in *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea* del 20 ottobre 2020.

⁷ Cfr. Considerando 1 del Regolamento (UE) 2020/1503.

persona giuridica che presta servizi di crowdfunding) e il “cliente” (definito dall’art. 2, comma 1, lett. g, “ogni investitore o titolare di progetti, reale o potenziale, a cui un fornitore di servizi di crowdfunding presta o intende prestare servizi di crowdfunding”)⁸.

Il rapporto trilatero era già stato oggetto di regimi nazionali specifici che, nella prima fase dello sviluppo della nuova realtà, hanno avuto il limite di delimitare di fatto il servizio a livello locale e strettamente nazionale, inducendo, come detto, il legislatore europeo a intervenire per promuovere l’offerta dei medesimi servizi nel mercato interno⁹.

Un riscontro concreto dell’impatto emerso a seguito del Regolamento (UE) 2020/1503 può evincersi anche dall’analisi della precedente normativa italiana e di quella spagnola, nelle rispettive peculiarità e di quello che è stato negli anni il diverso approccio regolatorio nei due Stati membri in esame.

In Italia, il fenomeno era disciplinato da un complesso di norme¹⁰ costituito principalmente dalla disciplina recata dal Testo Unico della Finanza di cui al D.Lgs. 58/1998, e nel dettaglio dagli artt. 1, comma 5-*novies*, dall’art. 50-*quinques* e dall’art. 100-*ter* e dal Regolamento Consob sulla raccolta di capitali tramite portali on-line, su cui si tornerà in seguito; in Spagna, l’*equity crowdfunding* traeva la prima regolamentazione dal testo originario della *Ley 5/2015, de 27 de abril de fomento de la financiación empresarial*.

Tali discipline sono state superate dal nuovo Regolamento europeo che ha imposto agli ordinamenti interni di adeguare gli impianti legislativi esistenti alla nuova regolamentazione.

Tra le varie novità introdotte dal nuovo Regolamento, fermo restando i vari

⁸ Sulla relazione giuridica trilaterale richiamata in sede europea si rinvia agli approfondimenti e alle ricostruzioni della dottrina italiana e spagnola, in CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell’economia*, n. 2, 2023, pagg. 126 e ss. e TAPIA HERMIDA, *La nueva regulación europea y española de los servicios y de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n. 31, 2022.

⁹ Cfr. Considerando 5/8 del Regolamento (UE) 2020/1503.

¹⁰ V. nota 4.

temi trattati della disciplina recata in sede europea¹¹, si ritiene di approfondire nel presente contributo quei profili che diversificano la regolamentazione spagnola da quella italiana, soprattutto in tema di vigilanza da parte della designata competente Autorità nazionale.

2. Con la *Ley 5/2015, de 27 de abril*¹² è stata introdotta nel territorio spagnolo la disciplina sull'*equity crowdfunding* in vigore fino all'emanazione della *Ley 28/2022, de 18 de septiembre*¹³, attuativa del Regolamento (UE) 2020/1953, sui cui molteplici aspetti la dottrina spagnola aveva posto già particolare attenzione¹⁴.

In particolare, la *Ley 18/2022*, con il Titolo V, diviso in sei capitoli, ha riformulato il testo della *Ley 5/2015*, in linea con la nuova disciplina recata in sede europea.

In precedenza, le piattaforme di finanza partecipativa venivano definite nel primo capitolo della normativa e ricondotte a quelle società autorizzate a porre in contatto "in modo professionale e attraverso pagine web o altri mezzi elettronici" gli investitori con i promotori di un progetto di finanziamento partecipativo, con l'esclusione dalla nozione di *crowdfunding* di tutti quei finanziamenti raccolti in via

¹¹ Sui diversi profili della disciplina v. MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" "crowdfunding" nel mercato interno, tra regolamentazione unionale uniforme e "passporting" UE*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, n. 4, 2022, pagg. 639-702.

¹² *Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de la financiación empresarial*, in *Boletín Oficial del Estado* («BOE») 28 aprile 2015, n. 101, pagg. 36599-36684.

¹³ Per un approfondimento si rinvia al successivo paragrafo.

¹⁴ Cfr. CUENA CASAS, *Las FinTech de préstamos o crowdlending. La contratación a través de plataformas intermediarias en línea*, Madrid, 2019; ID., *Aspectos legales de la financiación en masa o crowdfunding*, Valencia, 2020; DE LA VEGA GARCÍA, *La gestión de pagos en el «crowdfunding»*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, n. 149, 2018; GALACHO ABOLAFIO, «*Crowdfunding y shadow banking*»: *plataformas de financiación participativa (PFPS) y la protección de los inversores*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, n. 145, 2017; LÓPEZ ORTEGA, *Las plataformas de financiación participativa (crowdfunding) en la Ley 5/2015, de 27 de abril, de fomento de financiación empresarial*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, n. 144, 2016; RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, *El servicio de mediación electrónica de las plataformas de financiación participativas: marco regulador*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, n. 149, 2018; ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, *El Derecho Mercantil ante la expansión del consumo colaborativo: especial consideración a la financiación participativa*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, n. 142, 2016, SÁNCHEZ RUIZ, *Deberes legales y conflictos de intereses de la plataformas de financiación participativa*, in *Revista de Derecho Bancario y Bursatil*, n. 153, 2019.

esclusiva attraverso donazioni, vendita di beni e servizi e prestiti senza interessi¹⁵.

Il superamento di tale disciplina da parte del Regolamento 2020/1503 (e della *Ley 18/2022*) rende in parte superfluo ai fini della presente trattazione un'analisi dettagliata della normativa all'epoca vigente, essendo preferibile soffermarsi su alcune differenze tra la precedente regolamentazione spagnola e la corrispondente italiana, in particolare in tema di vigilanza, i cui rilievi si evincono ancor oggi nonostante l'intervento della nuova disciplina europea.

Anzitutto va evidenziato che la previgente disciplina spagnola si fondava essenzialmente sulla legge specifica in esame ed affidata esclusivamente a una normativa di rango primario, quando invece, nell'ambito italiano, il Legislatore italiano aveva optato per un graduale ampliamento e una progressiva estensione della portata della disciplina¹⁶, anche integrando le norme del Testo Unico della Finanza di cui al D.Lgs. 58/1998 e delegando, a differenza della corrispondente normativa spagnola, l'Autorità di vigilanza nazionale, ovvero la Consob, all'emanazione del regolamento di attuazione¹⁷.

Dunque, una prima differenza fondamentale, riscontrabile anche alla data odierna, è il ruolo assunto dalla competente Autorità nazionale di vigilanza.

Se da un lato, infatti, la Consob è stata protagonista dell'articolazione del quadro regolamentare, più volte aggiornato¹⁸, dall'altro lato, la corrispondente Autorità spagnola, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*, ha limitato le proprie attività all'esercizio dei poteri di vigilanza affidati dalla legge, nel difetto di alcuna normativa di rango regolamentare.

Più nel dettaglio, se sovrapponibili sembrano le attività delle due Autorità

¹⁵ Cfr. la previgente formulazione dell'art. 46 della *Ley 5/2015*.

¹⁶ V. nota 4.

¹⁷ Cfr. art. 50-*quinquies* e art. 100-*ter* del D.Lgs. 58/1998, originariamente inseriti nel Testo Unico della Finanza dall'art. 30 del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179, e, in seguito, oggetto di plurime modifiche.

¹⁸ Cfr. Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line adottato con delibera della Consob 26 giugno 2013, n. 18592, pubblicato in G.U., Serie Generale, 12 luglio 2013, n. 162, negli anni oggetto di plurime modifiche in ragione dei correttivi legislativi nel frattempo intervenuti, di cui alla delibera della Consob del 24 febbraio 2016, n. 19529, alla delibera della Consob del 29 novembre 2017, n. 20204, alla delibera della Consob del 17 gennaio 2018, n. 20264, alla delibera della Consob del 10 ottobre 2019, n. 21110, fino alla delibera della Consob del 6 febbraio 2020, n. 21259.

competenti nazionali inerenti il controllo sul possesso dei requisiti, per quanto differenti nelle rispettive discipline¹⁹, *pre* e *post* rilascio dell'autorizzazione all'iscrizione del registro nazionale²⁰, il quadro normativo primario spagnolo risulta maggiormente dettagliato, pur se precedente di cinque anni rispetto alle ultime modifiche intervenute nella disciplina italiana, arco temporale che ben avrebbe consentito un approccio più sistemico.

Tale peculiarità, oltre al rilascio (nelle diverse tempistiche a disposizione) dell'autorizzazione all'iscrizione nel rispettivo registro speciale nazionale, propedeutica allo svolgimento delle attività correlate alle offerte di servizi di finanza partecipativa, poteva riscontrarsi nel ventaglio delle ipotesi per la revoca e la sospensione dell'autorizzazione disposta dalla Autorità nazionale spagnola ai sensi e per gli effetti dell'art. 59 della *Ley* 5/2015²¹, nella tutela nei confronti dell'investitore stabilita all'artt. 81 e ss. della stessa legge e nel regime di supervisione, ispettivo e sanzionatorio previsto nel capitolo VI, e, specificatamente, agli artt. 89-93.

Sotto tale ultimo aspetto va sottolineata la lungimiranza del Legislatore spagnolo, per lo meno per aver introdotto alcuni concetti in tema di vigilanza in materia di finanza partecipativa riscontrabili sia a livello contenutistico, sia nella

¹⁹ Se i requisiti di onorabilità e professionalità dei soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo previsti nelle due normative in esame sembrano in larghi tratti quasi coincidere, l'art. 56 della *Ley* 5/2015, al di là della copertura assicurativa che si rinviene anche nella disciplina italiana, stabilisce invece ulteriori e specifici requisiti finanziari a carico delle piattaforme telematiche di finanza partecipativa.

²⁰ Cfr. la disciplina spagnola di cui agli artt. 53 e ss. della *Ley* 5/2015 nella previgente formulazione e gli artt. 4 e ss. del Regolamento Consob aggiornato con le modifiche apportate con la delibera della medesima Autorità del 6 febbraio 2020, n. 21259.

²¹ L'art. 59 della *Ley* 5/2015 distingue tre diverse ipotesi sia per la revoca che per la sospensione dell'autorizzazione. In merito alla revoca, la CNMV potrà operare in tal senso laddove vengano interrotte le attività oggetto di autorizzazione per un periodo di tempo superiore all'anno, sopraggiunga la declaratoria di apertura della fase di liquidazione giudiziale e, infine, venga commessa una delle infrazioni «*muy graves*», come individuate dall'art. 92; per altro verso, la CNMV darà corso agli atti inerenti la sospensione dell'autorizzazione qualora ricorrano fondati indizi della commissione di infrazioni, quando vi sono fondati indizi che consentano di supporre la sussistenza di una determinante influenza (esercitata dai soggetti che detengono un interesse significativo) che possa comportare un pregiudizio della corretta e prudente gestione della piattaforma, fino alla situazione di conflitto di interessi, e, da ultimo, se viene commessa una delle infrazioni «*graves*» previste nel testo normativo dallo stesso art. 92.

struttura, anche nel nuovo Regolamento europeo, aspetti confermati nella nuova formulazione della *Ley 5/2015*, come verrà ulteriormente approfondito nel successivo paragrafo.

Già all'epoca la CNMV poteva disporre, *ex art. 90* della stessa *Ley 5/2015*, di tutte le facoltà di ispezione, supervisione e sanzionatorie previste dall'ordinamento spagnolo per l'esercizio delle proprie funzioni, così come poteva già avvalersi della cooperazione e assistenza del Banco de España nel più ampio clima collaborativo poi declinato e prescritto similmente, con il nuovo Regolamento, in sede europea e, successivamente, nelle varie discipline interne di attuazione.

L'applicazione del quadro sanzionatorio previsto dal previgente art. 93 della *Ley 5/2015* presupponeva la determinazione del livello di gravità della violazione di legge commessa e, comunque, un sistema ben più articolato rispetto al corrispondente delineato, in Italia, dal Testo Unico della Finanza.

A tal proposito, con uno schema poi ripreso dal Regolamento europeo e nella nuova formulazione della *Ley 5/2015*, si distinguevano le infrazioni «*muy graves*» da quelle «*graves*», di minore rilevanza, e quelle «*leves*»²².

²² Ai sensi dell'art. 92 le infrazioni *molto gravi* sono costituite dalla pubblicazione ripetuta da parte di piattaforme di finanziamento partecipativo di progetti che non soddisfano o non soddisfano le condizioni stabilite nell'art. 49, dall' inosservanza da parte delle piattaforme di finanziamento partecipativo dei divieti previsti dall'art. 52, dall'erogazione di servizi tipici delle piattaforme di finanziamento partecipativo senza disporre dell'autorizzazione, dalla realizzazione non meramente occasionale o isolata da parte delle piattaforme di finanziamento partecipativo di attività non contemplate nell'autorizzazione, l'ottenimento dell'autorizzazione come piattaforma di finanziamento partecipativo attraverso false dichiarazioni o con altri mezzi irregolari, dall'ostacolo o dalla mancata collaborazione rispetto all'azione di vigilanza o ispettiva della CNMV, dalla pubblicazione di informazioni ingannevoli per l'investitore, da inadempienze gravi e ripetute sugli obblighi comportamentali e sulle regole di condotta, da inadempienza gravi e ripetute sull'obbligo partecipativo di verificare l'identità dei promotori, da inadempienze che non siano meramente occasionali o isolate da parte delle piattaforme di finanziamento partecipativo sull'obbligo di garantire l'applicazione dei limiti applicabili al progetto di investimento partecipativo, gli obiettivi e le scadenze massime e i limiti di investimento per investitori non professionali, da inadempienze gravi e ripetute da parte delle piattaforme di finanziamento partecipativo sull'obbligo di informazione preventiva di cui all'art. 83 e sull'acquisizione delle dichiarazioni degli investitori di cui agli artt. 81 e 84, dalla commissione da parte dell'autore del reato della medesima violazione grave già compiuta entro i cinque anni precedenti. Il medesimo art. 92 riconosce come *gravi* le seguenti violazioni: inadempimento, anche parziale, degli obblighi di informazione previsti dall'art. 61; inadempimento grave e ripetuto delle norme in materia di pubblicità; la reiterata e grave violazione dell'obbligo di diligenza; inadempimento grave e reiterato degli obblighi informativi previsti dall'art. 72; inosservanza del

Per le prime erano previste la sanzione pecuniaria per un importo compreso tra il triplo e il quintuplo del profitto lordo ottenuto dagli atti o dalle omissioni in cui consiste la violazione, dal 5% al 10% del fatturato netto annuo totale ovvero tra 75.000 e 200.000 euro (con importi nettamente inferiori rispetto all'entità delle attuali sanzioni), la revoca dell'autorizzazione, il divieto di richiedere l'autorizzazione per un periodo di tempo da un anno a cinque anni, il divieto di ricoprire incarichi di amministrazione o direzione di piattaforme di *crowdfunding* per un periodo non superiore a dieci anni.

Per le infrazioni gravi, invece, la sanzione pecuniaria per un importo compreso tra il doppio e il triplo dell'utile lordo ottenuto dagli atti o dalle omissioni in cui consiste la violazione, dal 3% al 5% del fatturato netto annuo totale ovvero tra 50.000 e 100.000 euro, la sospensione dell'autorizzazione fino a un anno; la sospensione per un periodo non superiore ad un anno dalle funzioni di amministrazione e direzione della piattaforma partecipativa.

In merito alla disciplina italiana va detto che il Legislatore, in netta contrapposizione rispetto all'esperienza spagnola, aveva adottato un quadro sanzionatorio ben più mite, limitandosi l'art. 190-*quater* del Testo Unico della Finanza a stabilire la sanzione pecuniaria da 500 euro a 25.000 euro per i gestori di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese nell'ipotesi di violazione degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del medesimo D.Lgs 58/1998 o delle relative disposizioni attuative e la sospensione dell'autorizzazione da uno a quattro mesi, fino alla radiazione dal registro nei casi più gravi, nemmeno indicati analiticamente come nel dettato normativo spagnolo.

A seguito del Regolamento (UE) 2020/1953, per quanto la suesposta disciplina è stata abrogata dalle disposizioni in esame nel successivo paragrafo, permangono rilevanti differenze tra le due regolazioni.

regime delle comunicazioni alla CNMV; la commissione da parte dell'autore del reato della medesima violazione grave già compiuta entro i due anni precedenti. Infine, l'art. 92 definisce residualmente come *lievi* tutte quelle infrazioni non rientranti nel novero di quelle molto gravi o gravi.

3. La *Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas*²³ ha modificato il testo della precedente *Ley 5/2015*, adattando la legislazione spagnola al regime giuridico stabilito in sede europea e introducendo, con effetti a decorrere dal 10 novembre 2022, il nuovo titolo V recante la riforma della disciplina in tema di regime giuridico delle piattaforme online di finanza partecipativa, così consentendo alle piattaforme già autorizzate a fornire servizi di *crowdfunding* in Spagna di estendere la propria attività in tutto il territorio dell'Unione Europea.

La novella spagnola ha certamente il merito di aver adeguato più velocemente la disciplina previgente rispetto ad altri Stati membri, tra cui quella italiana, a conferma dell'attenzione che il Legislatore spagnolo aveva già posto in passato sul fenomeno in esame attraverso l'emanazione del testo originario della *Ley 5/2015*.

Anzitutto, va premesso che, per quanto emanate per adattare la regolamentazione interna a quella del Regolamento europeo che ha già fissato i parametri principali di riferimento, le due discipline (italiana e spagnola) divergono sotto molteplici aspetti, tra cui le vie intraprese per la scelta della competente Autorità nazionale di vigilanza e per i poteri alla stessa affidati sulla scorta del dettato legislativo europeo.

Prima ancora, una diversa peculiarità va necessariamente evidenziata nell'individuazione delle tipologie di piattaforme di *crowdfunding* sottoposte all'attività di vigilanza da parte della competente Autorità nazionale.

Sul punto, a differenza di quanto stabilito con il D.Lgs. 10 marzo 2023, n. 30²⁴, il Legislatore spagnolo, novellando la previgente disciplina recata dalla *Ley 5/2015* secondo le linee stabilite in sede europea, ha delineato più categorie di piattaforme

²³ *Ley 18/2022, de 28 de septiembre, de creación y crecimiento de empresas*, in *Boletín Oficial del Estado* («BOE») 29 settembre 2022, n. 101, pagg. 133603-133675.

²⁴ D.Lgs. 10 marzo 2023, n. 30, in attuazione del Regolamento (UE) 2020/1953, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, in *Gazzetta Ufficiale*, Serie Generale, 24 marzo 2023, n. 71.

di finanza partecipativa e fornitori di servizi di *crowdfunding*.

Seguendo lo schema elaborato sul punto da autorevole dottrina²⁵ possono distinguersi due prime categorie “armonizzate” o meno con il diritto europeo (e disciplinate, rispettivamente, dagli artt. 46-54 e dall’art. 55 della *Ley 5/2015*) e ulteriori categorie rientranti nei cd. raggruppamenti di investitori da distinguersi in ragione di altri elementi²⁶.

Le piattaforme di finanza partecipativa rientranti nella prima categoria, ovvero quella armonizzata con il diritto europeo, possono fornire servizi di *crowdfunding* in tutto il territorio europeo una volta ottenuta l’autorizzazione, per le quali la disciplina spagnola riprende quanto stabilito in sede europea con il Regolamento 2020/1503, su cui si rinvia al proseguo della trattazione.

L’art. 55 del nuovo testo della *Ley 5/2015* disciplina il regime giuridico della seconda categoria individuata nella normativa spagnola, ovvero quella che comprende le piattaforme di finanza partecipativa non armonizzate con il diritto europeo.

Tali soggetti non potranno operare al di fuori delle ipotesi previste dall’art. 1, secondo comma, lettera a) e lettera c), del Regolamento europeo²⁷ e non potranno

²⁵ TAPIA HERMIDA, *La nueva regulación europea y española de los servicios y de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)*, in *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n. 31, 2022, in cui l’autore distingue «el criterio de su armonización por el Derecho de la UE plasmado en el Reglamento (UE) 2020/1503 y los Reglamentos Delegados y de Ejecución de la Comisión Europea» da «el criterio de la agrupación de los inversores».

²⁶ Sulla scorta del «el criterio de la agrupación de los inversores» possiamo pertanto distinguere piattaforme di finanziamento partecipativo con investitori non strutturati e finanziamento partecipativo con investitori raggruppati (art. 56); la seconda categoria individuata può ulteriormente suddividersi in piattaforme di finanziamento partecipativo con investitori raggruppati in una società responsabilità limitata con oggetto sociale esclusivo, piattaforme di finanziamento partecipativo con investitori raggruppati sotto forma di soggetti sottoposti alla vigilanza della Comisión Nacional del Mercado de Valores, del Banco de España o della *Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones* (DGSFP), nonchè piattaforme di finanziamento partecipativo con investitori raggruppati sotto forma di soggetti la cui natura è abitualmente utilizzata per questi scopi negli Stati membri. Sul punto Cfr. TAPIA HERMIDA, *La nueva regulación europea y española de los servicios y de las plataformas de financiación participativa (crowdfunding)*, cit.

²⁷ L’art. 55 richiama le eccezioni previste dall’art. 1, secondo comma, lettera a) e lettera c), del Regolamento europeo, che prevede la non assoggettabilità dei soggetti a tale disciplina laddove i servizi di *crowdfunding* vengano forniti a titolari di progetti definiti consumatori ai sensi dell’art. 3,

fornire servizi di *crowdfunding* transfrontalieri ai sensi dell'art. 18; inoltre, superando gli stessi limiti imposti in sede europea, saranno comunque pienamente soggetti al regime previsto dal Regolamento UE e dalla *Ley 5/2015*, dovendo impegnarsi nella richiesta di autorizzazione a rispettare tale disciplina.

Infine, l'art. 56 consente alle piattaforme di finanziamento partecipativo autorizzate di raggruppare gli investitori in una società a responsabilità limitata, il cui oggetto sociale e la cui attività esclusiva, fermo restando il dettato di cui all'art. 46, secondo comma, va ricercata nella titolarità delle quote della stessa società in cui si è investito o nella concessione di finanziamento alla medesima.

Partendo da tale presupposto possono essere valutati gli effetti dell'art. 40 del Regolamento europeo in tema di disciplina dell'esercizio dei poteri di vigilanza e sanzionatori da parte delle competenti Autorità nazionali.

La norma in questione si riferisce esplicitamente alle violazioni del Regolamento e al regime sanzionatorio adottato negli Stati membri.

In proposito, deve rilevarsi prima di tutto che la disciplina spagnola riprende lo schema introdotto con la previgente regolamentazione, con cui sono state individuate le concrete ipotesi per modulare la gravità dell'illecito commesso dall'intermediario.

Ad ogni modo, il Legislatore spagnolo richiama le violazioni previste dalle norme del Regolamento specificatamente individuate dall'art. 39, comma 1, lett. a), e la mancata cooperazione o l'inadempimento nei casi di indagine, ispezione o richiesta, ipotesi tutte pedissequamente indicate nel nuovo art. 53 della legge spagnola, anche con una previsione più analitica e dettagliata nella formulazione delle infrazioni, caratteristica che, invece, non si rinviene nella disciplina europea.

Lo stesso art. 53, comma 2, indica che le suddette violazioni del Regolamento si considerano «*muy graves*» quando si riscontra un'elevata responsabilità del fornitore del servizio, ovvero quando la condotta illecita si è prolungata nel tempo,

lettera a), della Direttiva 2008/47/CE o le offerte di *crowdfunding* siano superiori all'importo di cinque milioni di euro, da calcolarsi su base annua con le modalità previste dal medesimo regolamento.

compromettendo, anche solo potenzialmente, il funzionamento del mercato o agli interessi degli investitori non professionali.

Residualmente, le violazioni si considerano semplicemente «*graves*» quando non ricorrono le circostanze appena indicate; da ultimo, le violazioni sono valutate invece come lievi quando non rientrano nel novero di quelle molto gravi o gravi.

Sul punto, l'art. 39 del Regolamento europeo prevede una serie di sanzioni applicabili dalle competenti Autorità nazionali designate dagli Stati membri.

L'impianto sanzionatorio spagnolo, pur rifacendosi ovviamente alle prescrizioni europee, se ne differenzia, anche in ragione del fatto che la disciplina spagnola ha fatto sua la facoltà prevista dall'art. 39, comma 3, di poter prevedere in ambito interno sanzioni o misure aggiuntive rispetto a quelle previste dal comma 1 e anche sanzioni pecuniarie di entità più elevata rispetto all'importo individuato in sede europea.

Nel dettaglio, nell'ipotesi di violazioni molto gravi, l'art. 54 della *Ley 5/2015* prevede un regime sanzionatorio distinto in cinque livelli da cui si evincono all'evidenza le differenze rispetto alle previsioni del Regolamento europeo: (a) sanzioni pecuniarie di importo non superiore ai seguenti limiti, ovvero i) il triplo dei benefici derivanti dalla violazione nel caso in cui siano determinabili²⁸, ii) nel caso di persona giuridica, € 700.000 oppure il 7% del fatturato annuo realizzato nell'esercizio precedente, come risultante dall'ultimo bilancio approvato²⁹, iii) nel caso di persona

²⁸ L'art. 39, comma 2, lettera d), prevede invece sanzioni pecuniarie pari almeno al doppio del beneficio correlato alla violazione contestata nell'ipotesi in cui lo stesso beneficio sia determinabile e sia anche maggiori ai limiti previsti alla successiva lettera e).

²⁹ L'art. 39, comma 2, lettera e), stabilisce dei limiti differenti, ovvero “*nel caso di una persona giuridica, sanzioni pecuniarie amministrative massime pari almeno a 500 000 EUR o, negli Stati membri la cui moneta non è l'euro, al valore corrispondente nella valuta nazionale al 9 novembre 2020, o fino al 5 % del fatturato totale annuale della persona giuridica in base all'ultimo bilancio disponibile approvato dall'organo di gestione. Se la persona giuridica è un'impresa madre o una controllata dell'impresa madre soggetta all'obbligo di redigere il bilancio consolidato in conformità della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio (23), il relativo fatturato totale annuale è il fatturato totale annuale o il tipo di ricavo corrispondente in base alla pertinente normativa dell'Unione in materia contabile che risulta nell'ultimo bilancio consolidato disponibile approvato dall'organo di gestione dell'impresa madre capogruppo*”.

fisica, € 700.000³⁰; (b) revoca dell'autorizzazione³¹; (c) divieto di richiedere nuovamente l'autorizzazione prevista dal Regolamento europeo per un periodo di tempo da un anno a cinque anni³²; (d) divieto a qualsiasi membro dell'organo di gestione della persona giuridica responsabile della violazione, o a qualsiasi altra persona fisica ritenuta responsabile della violazione, di esercitare funzioni direttive nei fornitori di servizi di finanza partecipativa per un periodo non superiore a dieci anni³³; (e) accanto alle precedenti sanzioni, potranno essere irrogate e adottate le sanzioni e/o misure di cui rispettivamente all'art. 39, comma 2, lettera a) e b) del Regolamento europeo) della dichiarazione pubblica indicante la persona fisica o giuridica responsabile e la natura della violazione e l'ingiunzione diretta alla persona³⁴ fisica o giuridica di porre fine alla condotta illecita e di astenersi dalla sua reiterazione.

Nell'ipotesi di violazioni gravi, invece, l'art. 54, comma 2, attenua l'entità delle sanzioni appena descritte, riducendo gli importi pecuniari all'entità coincidente con quella prevista in sede europea e prevedendo la sospensione per un periodo di tempo non superiore a un anno (in luogo della revoca dell'autorizzazione), il divieto di richiedere nuovamente l'autorizzazione prevista dal Regolamento europeo per un periodo di tempo non superiore a un anno (anziché da un anno a cinque anni), il divieto a qualsiasi membro dell'organo di gestione, già indicato in precedenza per le violazioni molto gravi, di esercitare funzioni direttive nei fornitori di servizi di finanza partecipativa per un periodo non superiore a un anno (anziché fino a massimo dieci anni). Resta invariato il medesimo richiamo alle sanzioni e/o misure ulteriori prescritte all'art. 39, comma 2, lettera a) e b) del Regolamento europeo.

³⁰ L'art. 39, comma 2, lettera f) indica sanzioni pecuniarie pari almeno a € 500.000 o al valore corrispondente nella valuta nazionale al 9 novembre 2020 negli Stati membri in cui non è adottato l'euro.

³¹ Cfr. art. 17 del Regolamento (UE) 2020/1503.

³² Trattasi di un divieto previsto dalla disciplina spagnola ma non ricompreso tra le sanzioni e le misure indicate dal Regolamento europeo.

³³ La formulazione dell'art. 54, comma 1, lettera d) riprende quella europea di cui all'art. 39, comma 2, lettera c), con l'unica divergenza relativa al periodo di durata del divieto, non estendibile oltre i dieci anni, introdotto a discrezione del Legislatore spagnolo.

³⁴ Vedi nota 16.

In egual misura, l'art. 54, comma 3, completa la previsione del regime sanzionatorio applicabile alle violazioni della disciplina in tema di *crowdfunding*, riprendendo integralmente la specificazione indicata dalla normativa europea all'art. 39, comma 3, seconda parte, del Regolamento con riferimento al fatturato annuale³⁵.

Il solco tracciato in terra spagnola non è stato percorso in Italia, ove il Legislatore non ha inteso replicare la precedente (temporalmente) esperienza spagnola, non avvalendosi della facoltà (prevista dall'art. 39, comma 3, del Regolamento europeo) di introdurre in ambito interno sanzioni o misure aggiuntive e anche sanzioni pecuniarie di entità più elevata rispetto a quanto stabilito in sede europea con il Regolamento 2020/1953, con la conseguenza di che il regime sanzionatorio si presenta meno articolato e incisivo di quello spagnolo.

Anzitutto, per determinare la gravità dell'illecito posto in essere dall'intermediario e per individuare i criteri che concorrono alla irrogazione della sanzione, il D.Lgs. 30/2023 richiama genericamente quanto stabilito dall'art. 194-*bis* del T.u.f. (che omette una indicazione analitica delle fattispecie, a differenza di quanto previsto della norma spagnola).

Sul punto basti evidenziare che il D.Lgs. 30/2023, nell'introdurre la nuova formulazione dell'art. 190-*quater* del T.u.f., limita le sanzioni pecuniarie agli importi individuati dal Regolamento europeo, introducendo però (contrariamente alla *ratio* dell'art. 39, comma 3, del Regolamento) la sanzione minima di € 500, già prevista dall'ormai abrogato art. 50-*quinquies* del T.u.f. (peraltro il comma 7 di tale norma era già stato in precedenza oggetto di abrogazione con l'art. 2, comma 43, del D.Lgs. 3 agosto 2017, n. 129), importo "minimo" che non era stato assolutamente contemplato in sede europea.

³⁵ “Se la persona giuridica è un'impresa madre o una controllata dell'impresa madre soggetta all'obbligo di redigere il bilancio consolidato in conformità della direttiva 2013/34/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, il relativo fatturato totale annuale è il fatturato totale annuale o il tipo di ricavo corrispondente in base alla pertinente normativa dell'Unione in materia contabile che risulta nell'ultimo bilancio consolidato disponibile approvato dall'organo di gestione dell'impresa madre capogruppo”.

Dalla lettura del testo normativo emerge altresì che i soggetti non sono sanzionati in egual misura, lasciando intravedere una risposta ben più rigorosa dell'ordinamento nell'ipotesi di inosservanza delle disposizioni del Regolamento europeo da parte dei soggetti che prestano servizi di *crowdfunding* diversi da quelli indicati all'art. 2, paragrafo 1, lettera a) del Regolamento stesso, e sollevando dubbi sulla convenienza economica delle operazioni da parte di tali soggetti quando l'importo dell'offerta non supera i limiti economici per applicazione della disciplina europea.

4. Uno degli aspetti più rilevanti dell'approccio regolatorio differentemente adottato in Spagna e in Italia risiede nella scelta della competente Autorità nazionale di vigilanza.

Come anticipato, l'utilizzo delle piattaforme di finanza partecipative è precluso in mancanza di autorizzazione da parte della competente Autorità nazionale.

A norma dell'art. 29 del Regolamento europeo gli Stati membri designano una o più autorità nazionali competenti per espletare le funzioni e i compiti previsti dal Regolamento stesso³⁶.

Con l'art. 49 della *Ley 5/2015*, nel testo introdotto dalla *Ley 18/2022*, in Spagna è stata designata la *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)* quale autorità nazionale competente responsabile per lo svolgimento del ruolo sopra indicato.

La scelta spagnola di concentrare i compiti dell'autorità nazionale competente in un unico soggetto istituzionale si contrappone alla scelta del Legislatore italiano di condividere le funzioni e i ruoli attribuiti dal Regolamento europeo tra Consob e

³⁶ Nell'ipotesi in cui vengano designate dai singoli Stati membri più autorità nazionali competenti non solo si dovrà procedere a delinearne i compiti, ma in ogni caso dovrà essere prescelta una sola autorità quale «punto di contatto unico per la cooperazione transfrontaliera tra le autorità competenti e con l'ESMA». In proposito, a titolo esemplificativo, va segnalata l'esperienza italiana, laddove, a fronte della contestuale nomina di Consob e Banca d'Italia quali autorità nazionali competenti secondo il riparto dei compiti di cui al D.Lgs. 10 marzo 2023, n. 30 di cui al presente paragrafo, la prima autorità è stata investita del ruolo di contatto sopra indicato e richiamato nell'art. 29, comma 2, del Regolamento europeo.

Banca d'Italia, come determinato con gli artt. 2 e ss. del D.Lgs. 10 marzo 2023, n. 30³⁷
³⁸, in virtù della Legge di delegazione europea 2021³⁹.

A parte un riferimento dettato in tema di gruppi di investitori⁴⁰, l'unica occasione in cui il Legislatore spagnolo cita il Banco de España nell'ambito in esame è l'invito rivolto a tale Autorità a dare seguito alle richieste di informazioni e di documentazione avanzate dalla CNMV nel corso dell'espletamento delle attività a quest'ultima riservate in tema di servizi di *crowdfunding*⁴¹.

Le modalità con cui le disposizioni europee hanno trovato ingresso in ambito interno sono state oggetto di osservazioni critiche a seguito dell'emanazione della disciplina di attuazione, da un lato per aver in parte disatteso gli obiettivi di quella europea che richiede regole più snelle e coerenti con le finalità di sviluppo del settore, dall'altro lato, per non aver considerato che i dati economico-quantitativi relativi al *crowdfunding*, allo stato, sono ben lontani da quelli relativi ai servizi bancari, e da altro lato ancora, per aver sia limitato il ruolo e ridimensionato la «funzione tipica» delle Autorità di controllo, sia per aver di fatto parificato le due Autorità in questione senza tener conto dei presupposti della normativa europea e del «principio della distinzione per finalità»⁴².

Traendo diretto spunto da tali considerazioni può altresì osservarsi che l'intento del Legislatore italiano di condividere l'attività di vigilanza tra Consob e Banca d'Italia pone peraltro difficoltà applicative, appesantendo il meccanismo di vigilanza concretamente auspicato in sede europea, anche in ragione della natura del fenomeno disciplinato (benchè il Regolamento preveda per gli Stati membri la facoltà

³⁷ Vedi nota 24.

³⁸ Per la diversa attribuzione della attività e delle funzioni tra Consob e Banca d'Italia v. art. 1, commi da 2 a 11, del D.Lgs. 30/2023.

³⁹ Cfr. art. 5 della Legge 4 agosto 2022, n. 127 recante la Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti normativi dell'Unione europea - *crowdfunding* di delegazione europea 2021, in Gazzetta Ufficiale, Serie Generale, 26 agosto 2022, n. 199.

⁴⁰ Cfr. art. 56 della Ley 18/2022.

⁴¹ Cfr. art. 50, commi 2, 3 e 4, della Ley 18/2022.

⁴² Per un approfondimento critico su tali aspetti si rinvia alle osservazioni di CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, n. 2, 2023, pagg. 129 e ss.

nominare più Autorità nazionali competenti) e, infine, sollevando difficoltà di coordinamento tra diverse discipline applicabili in tema di vigilanza.

Tra l'altro, tale problematica sembrerebbe anche essere stata tenuta in considerazione dal Legislatore europeo, laddove con la direttiva (UE) 2020/1504 del Parlamento europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020, immediatamente susseguente al Regolamento 2020/1503, ha modificato la direttiva 2014/65/UE (c.d. MiFID II), al fine di evitare che un prestatore di servizi di crowdfunding fosse tenuto a chiedere l'autorizzazione anche quale prestatore di servizi d'investimento.

Inoltre, non può sottacersi la diversa posizione che assumono i soggetti autorizzati dalla Consob, da quelli autorizzati invece dalla Banca d'Italia⁴³.

In particolare, da un lato, la seconda categoria di soggetti deve soddisfare i requisiti, anche prudenziali, già imposti ex lege, dall'altro lato, a fronte di un progetto economicamente sovrapponibile, i soggetti autorizzati da Banca d'Italia sarebbero presumibilmente destinatari di sanzioni di entità più elevata, in ragione della loro dimensione e del fatturato complessivo, con una discriminazione avversa legata alla loro dimensione, tema quest'ultimo che è stato di recente ampiamente dibattito in dottrina⁴⁴.

In tale contesto, la verifica dell'osservanza dei requisiti di adeguatezza patrimoniale da parte della Banca d'Italia dettata dall'art. 6 del D.Lgs. 30/2023 risulterebbe comunque di fatto sovrapponibile alla verifica cui sono sottoposti i soggetti in relazione alla loro natura bancaria, verifica quest'ultima fondata su requisiti ben più rigorosi e stringenti.

Inoltre, non si comprende il meccanismo di coordinamento tra le norme poste a tutela della sana e prudente gestione della Banche con quelle della "gestione efficace e prudente" in tema di piattaforme di finanza partecipativa.

⁴³ Ai sensi dell'art. 1, comma 4, del D.Lgs. 30/2023 è la Banca d'Italia ad autorizzare (e a revocare l'autorizzazione rilasciata in precedenza) come fornitori di servizi di *crowdfunding* le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'art. 106 del T.u.b.

⁴⁴Tra tutti, v. SEPE, *Dimensione bancaria e nuovi rischi del settore*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia*, n. 1s, 2022, pagg. 74-91.

A rigor di logica, sembrerebbe che una grave irregolarità, sempre nei limiti del valore economico dell'operazione e fermi i presupposti di legge, possa comportare non solo la revoca dell'autorizzazione alla prestazione di servizi di *crowdfunding*, ma anche, più in generale, di quella per l'esercizio dell'attività bancaria.

E' allora evidente che sotto tale ottica i servizi di *crowdfunding* potrebbero rappresentare un'opportunità poco entusiasmante, anche economicamente, per i soggetti autorizzati dalla Banca d'Italia, considerazione questa che rende ancor più discutibile la scelta del Legislatore italiano.

Inoltre, solo i fornitori autorizzati dalla Banca d'Italia (e non tutti quelli autorizzati dalla Consob) hanno l'obbligo di adesione a un sistema di risoluzione stragiudiziale delle controversie, il che crea una asimmetria sotto il profilo dei meccanismi di tutela apprestati in favore degli altri soggetti che compongono il rapporto trilatero che caratterizza il *crowdfunding*.

Altra differenza che caratterizza il sistema italiano rispetto a quello spagnolo concerne la tenuta dell'elenco dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di *crowdfunding*.

In Spagna, in aggiunta al registro tenuto dall'ESMA⁴⁵, la *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*, tiene un registro nazionale delle piattaforme autorizzate di finanza partecipativa⁴⁶.

Un registro analogo non è allo stato contemplato nell'ordinamento italiano.

Ulteriore differenza tra i due ordinamenti concerne la definizione dei poteri spettanti alle Autorità.

I poteri della competente Autorità spagnola sono una letterale trasposizione dell'art. 30 del Regolamento europeo, come si evince dalla formulazione dell'art. 49, commi 3 e 4, del nuovo testo della *Ley 5/2015*.

In Italia la materia è disciplinata dall'art. 1, comma 11, del D.Lgs. 30/2023, che

⁴⁵ Cfr. art. 14 Regolamento (UE) 2020/1503.

⁴⁶ Cfr. art. 48 della *Ley 18/2022*.

nel richiamare il riparto di competenze tra Consob e Banca d'Italia, dispone che le stesse esercitino i poteri di indagine e vigilanza indicati dall'art. 30 del Regolamento europeo, in conformità al riparto medesimo. Dunque, al contrario della scelta spagnola, non vi è una specifica norma interna che analiticamente riepiloghi i poteri di indagine e vigilanza attribuiti.

Infine, mentre in Spagna tutta la disciplina è rimessa, come detto, alla normativa primaria, nel nostro ordinamento vi è un diffuso rinvio alla normativa regolamentare delle due Autorità nazionali. A tal riguardo Consob e Banca d'Italia hanno al momento risposto con modalità e tempistiche differenti⁴⁷, a riprova delle difficoltà di coordinamento tra i due organi di vigilanza, elemento che conferma la legittimità delle critiche sollevate in dottrina sulla contestuale designazione di due Autorità di vertice del settore finanziario italiano⁴⁸.

Francesco Affinito

*Assegnista di ricerca di Diritto dell'economia
nell'Università degli Studi Unitelma Sapienza*

⁴⁷ Allo stato solo la Consob ha provveduto all'emanazione di norme secondarie: Cfr. Regolamento in materia di servizi di crowdfunding, in attuazione del Regolamento (Ue) 2020/1503 sui fornitori di servizi di crowdfunding alle imprese e degli articoli 4-sexies.1 e 100-ter del Tuf, adottato con delibera Consob n. 22720 del 1 giugno 2023, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale 10 giugno 2023, n. 134 e su CONSOB, Bollettino quindicinale n. 6.1., giugno 2023.

⁴⁸ V. CAPRIGLIONE, *op. ult. cit.*