

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO / MARZO

2024

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALESSANDRA
CAMEDDA, GABRIELLA CAZZETTA, PAOLA DASSISTI, ALBERTO
GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI
(SEGRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, EUGENIA
MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, ALBERTO MACER, MASSIMO
MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO,
ELISABETTA PIRAS, CHIARA PRESCIANI, FRANCESCO QUARTA,
CARMELA ROBUSTELLA, GIULIA TERRANOVA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI.

LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

Rivista | dottrina
di Diritto Bancario | e giurisprudenza
commentata

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

La regolazione del *crowdfunding* in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di *crowdfunding* operanti in Italia e questioni ancora aperte

SOMMARIO: PARTE I. INTRODUZIONE. BREVE STORIA DEL *CROWDFUNDING* NELL'ORDINAMENTO ITALIANO: UNA FENICE CHE RINASCE DALLE PROPRIE CENERI? – 1. Premessa. – 1.1. *Investment-based crowdfunding* (previgente art. 50-*quinquies* t.u.f.). – 1.2. *Lending-based crowdfunding*: i principi generali specificati da Banca d'Italia. – 1.3. L'avvento del Regolamento UE n. 1503/2020 sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* alle imprese e l'impatto sull'impianto normativo sopra delineato (primi cenni). – 2. Molto rumore per nulla? Un mercato di dimensioni finora limitate ma con buone potenzialità. I tratti peculiari del fenomeno. – PARTE II. CAMPO DI APPLICAZIONE: TIPI DI SERVIZI, PRODOTTI E OFFERTE REGOLATI. – 3. I servizi di *crowdfunding* regolati. – 3.1. *Investment-based crowdfunding*. – 3.2. *Lending-based crowdfunding*. – 3.3. Ulteriori servizi: "core" o "accessori"? Altre attività svolgibili. – 4. Tipi di prodotti coperti ed emittenti. – 4.1. Azioni e quote (capitale di rischio). – 4.2. Titoli di debito. – 4.3. Prestiti (alle imprese). – 4.4. Altro - esclusione. – 5. Dimensione dell'offerta ed altre esenzioni. – PARTE III. UNA PANORAMICA DELLA DISCIPLINA. – 6. Autorizzazione. – 6.1. Soggetti richiedenti, autorità di vigilanza competente e passaporto. – 6.2. Requisiti per l'autorizzazione. – 6.3. Domanda e procedimento di autorizzazione. – 6.4. Revoca dell'autorizzazione. – 7. Obblighi dei fornitori: un primo sguardo. – 7.1. Panoramica. – 7.2. Obblighi organizzativi (generali e specifici). – 8. In particolare, obblighi in materia di conflitti di interesse. – 9. Obblighi generali di condotta. – 10. Obblighi di trasparenza. – 10.1. Obblighi informativi propri generali. – 10.2. Obblighi informativi relativi a singole offerte e "derivati": ruolo di *gatekeeper*? – 11. Obblighi di condotta ulteriori. – 11.1. "Investor Test". – 11.2. Ulteriori obblighi. – 12. Obblighi aggiuntivi a protezione di categorie particolari di investitori. – 12.1. Categorie speciali di investitori. – 12.2. Misure protettive: diritti di recesso/revoca. – 12.3. Avvertimenti (senza limiti massimi di investimento). – 13. Conclusioni.

PARTE I – INTRODUZIONE. BREVE STORIA DEL *CROWDFUNDING* NELL'ORDINAMENTO ITALIANO: UNA FENICE CHE RINASCE DALLE PROPRIE CENERI?

1. *Premessa.*

L'Italia è stato il primo paese in Europa ad adottare una normativa *ad hoc* per l'*equity-based crowdfunding*, cioè per la raccolta di

investimenti in capitale di rischio (*equity*). Esso fa parte di un più ampio fenomeno, il *crowdfunding*, consistente nella raccolta, attraverso portali online, di risorse (singolarmente di importo tendenzialmente contenuto) provenienti da utenti dei primi e nella forma alternativamente di donazioni (*donation-based crowdfunding*), anche in contropartita a menzioni speciali o altre forme di ricompensa di modico valore o anticipo del prodotto (*reward-based crowdfunding*), di prestiti (*lending-based crowdfunding* o *marketplace lending*) e di investimenti (*investment-based crowdfunding* o *marketplace investing*)¹. L'*invoice trading* viene spesso associato al *crowdfunding* ma consiste nell'anticipazione e vendita di un credito commerciale attraverso piattaforme online². La maggior parte di tali forme di *crowdfunding*, tuttavia, non sono stati sottoposti nel nostro Paese ad una disciplina speciale³. Per discutere i cambiamenti in punto di regolazione del *crowdfunding* in Italia dopo l'adozione del Regolamento europeo sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese n. 1503 del 20 ottobre

¹ OECD, *New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: Broadening the Range of Instruments*, 2015, 53 ss., <http://www.oecd.org/cfe/smes/New-Approaches-SME-full-report.pdf>; E. KIRBY-S. WORTNER, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, *Crowd-funding: An Infant Industry Growing Fast*, Staff Working Paper of the IOSCO Research Department, 22 febbraio 2014, 8-9, <http://www.iosco.org/research/pdf/swp/Crowd-funding-An-Infant-Industry-Growing-Fast.pdf>; A. LAUDONIO, *Le altre facce del crowdfunding*, in *La folla e l'impresa. Un dialogo sulle dinamiche di co-creazione di valore e strumenti di finanziamento dell'impresa*, M. COLURCIO-A. LAUDONIO (a cura di), Bari, 2016, 95 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Brevi note sul crowdfunding*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 12.

² Sull'*invoice trading* e la sua regolazione in Italia, E. MACCHIAVELLO, *La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca imp. soc.*, 2019, 3, 497. Cfr. anche G. BALP, *P2P lending e invoice trading*, in *Diritto del Fintech*, M. CIAN-C. SANDEI (a cura di), Padova, Cedam, 2020; U. PIATTELLI-S. CARUSO, *Invoice trading and regulation: the case of Italy*, in *Regulation on European crowdfunding service providers for business: a Commentary*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), Londra, 2022, 607-618.

³ In materia di regolazione del *non-financial return crowdfunding* (*donation e reward crowdfunding*), cfr.: A. LAUDONIO, *Le altre facce*, cit.; E. MACCHIAVELLO-C. VALENTI, *Beyond the ECSPR and Financial-Return: the Regulation of Donation and Reward-Based Crowdfunding in the EU*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), *op. cit.* (in versione *pre-print*: <https://ssrn.com/abstract=4169286>).

2020⁴ e conseguente adeguamento della normativa nazionale, è necessario una breve sintesi del quadro normativo previgente e della sua evoluzione, distinguendo tra le diverse tipologie.

1.1. Investment-based crowdfunding (*previgente art. 50-quinquies t.u.f.*).

Il regime speciale del *crowdfunding* è stato introdotto nell'ordinamento italiano attraverso l'inserimento dell'art. 50-*quinquies* (ed il relativo capo III-*quater* nel t.u.f.) ad opera dell'art. 30 del d.L. n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. Decreto "Crescita *bis*", convertito con L. 212/2012) e ha subito numerose revisioni in parte per correggere aspetti della disciplina che avevano determinato l'insuccesso della riforma ed il soffocamento del mercato e, in parte, per adeguarsi all'evoluzione del mercato e della normativa europea, prima di essere abrogato dal D. Lgs. n. 30/2023, che ha dato attuazione al regolamento UE sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* n. 1503/2020. Le successive revisioni normative al regime in questione ne hanno progressivamente ampliato l'ambito di applicazione, incidendo sulla tipologia di emittenti ammessi (da start-up innovative, a PMI innovative e organismi di investimento collettivo che investono prevalentemente nelle medesime⁵, a imprese sociali e, infine, a tutte le PMI)⁶ e di strumenti coperti (dalle sole azioni di s.p.a. e quote di s.r.l. fino ad includere anche titoli di debito pur nei limiti fissati dal codice civile)⁷, oltre che introdurre un regime di intestazione fiduciaria delle

⁴ Regolamento (UE) 2020/1503 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, GU [2020] L 347/1.

⁵ Cfr. art. 4 D.L. n. 3/2015 (decreto "Crescita 3.0" o *Investment Compact*).

⁶ Cfr. art. 1, comma 70, legge di bilancio 2017 (n. 232 dell'11 dicembre 2016) - meglio precisata con l'art. 57 del Decreto "Correttivo" (D.L. 24 aprile 2017, n. 50) e, da ultimo, con la legge di bilancio 2019 (n. 145 del 30 dicembre 2018); Decreto Legislativo 3 luglio 2017, n. 112 di revisione della disciplina in materia di impresa sociale, Decreto Legislativo del 3 agosto 2017 n. 129 di attuazione della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) e L. 145/2018.

⁷ Cfr. la già menzionata L. 30 dicembre 2018 n. 145 (Legge di Bilancio 2019).

quote di s.r.l. per facilitare il trasferimento dematerializzato di tali quote (art. 100-ter t.u.f.)⁸.

Alla disciplina del t.u.f. è stata data esecuzione con il regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line (di seguito, regol. Consob *crowdfunding*), il quale a sua volta è stato modificato in diverse occasioni per rafforzare il ruolo delle piattaforme (con la possibilità di compiere direttamente le verifiche di appropriatezza), facilitare il raggiungimento della soglia del 5% dell'offerta di co-investimento da parte di investitori professionali (estendendo la categoria in questione)⁹ e recepire le summenzionate modifiche normative¹⁰. Il risultante regime giuridico ha permesso agli emittenti di raccogliere fondi presso il pubblico (entro €5 milioni e, poi, con l'attuazione del Regolamento europeo Prospetto, €8 milioni) in esenzione dalle norme sulle offerte al pubblico (obbligo di prospetto), sulle società con titoli diffusi presso il pubblico e, per le s.r.l. PMI, dal divieto di offerta delle relative quote al pubblico (potendosi anche creare categorie speciali di quote). I gestori di piattaforme, invece, hanno potuto operare nel rispetto del regime speciale introdotto, in

⁸ Cfr. art. 100-ter come modificato dall'art. 4 del Decreto "Crescita 3.0" o *Investment Compact* n. 3/2015 del 24 gennaio 2015 (convertito con L. 33/2015).

⁹ Cfr. delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016. Sulla modifica del regolamento Consob, cfr. E. FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2016, 6, 33; E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca imp. soc.*, 2016, 2, 283; G. PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'"equity based crowdfunding"*, in *Riv. dir. impr.*, 2016, 3, 559; P. LUCANTONI, *La raccolta di capitali tramite portali: l'equity-crowdfunding, in I diversi settori del fintech*, E. CORAPI-R. LENER (a cura di), Cedam, Padova, 2019, 129 ss.

¹⁰ Cfr. delibera Consob del 29 novembre 2017, n. 20204. Cfr. anche CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori - Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line (5 dicembre 2017)*, http://www.consob.it/documenti/Regolamentazione/lavori_preparatori/consultazione_crowdfunding_20170706.pdf; delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018 (che ha introdotto con l'art. 20-bis l'obbligo di sistemi di *whistleblowing*); delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019 (che ha recepito le novità introdotte dalla legge di bilancio 2019).

esenzione dalla normativa sulle imprese di investimento (di derivazione dalla Direttiva MiFID).

1.2. Lending-based crowdfunding: *i principi generali specificati da Banca d'Italia.*

Il *lending-based crowdfunding*, invece, non ha ricevuto nell'ordinamento un regime speciale: la Banca d'Italia ha semplicemente specificato, nelle Disposizioni sulla raccolta non bancaria del risparmio del 2016¹¹, che tale attività deve avvenire nel rispetto delle normative vigenti e suggerendo, di conseguenza, alcune indicazioni sia per i gestori di piattaforme che, indirettamente, per i richiedenti i prestiti online. In particolare, i gestori di piattaforme devono essere autorizzati come banche oppure intermediari non bancari quali istituti di pagamento (IP) o istituti di moneta elettronica (IMEL) o, ancora, intermediari di cui all'art. 106 t.u.b. autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento, per i quali l'art. 11 esclude che la ricezione di fondi per la prestazione dei relativi servizi costituisca raccolta riservata. Affinché, invece, i richiedenti il prestito non violino la riserva bancaria sulla raccolta presso il pubblico con obbligo di rimborso, la Banca d'Italia richiede, in primo luogo, che le piattaforme assicurino trattative personalizzate tra le parti, cioè che, pur partendosi eventualmente da un contratto standard, le parti possano «incidere con la propria volontà sulla determinazione delle clausole del contratto»; in secondo luogo, limiti massimi alle somme richiedibili, escludendosi così, in linea di principio, la natura “pubblica” dell’offerta¹².

¹¹ BANCA D'ITALIA, *Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, delibera 584/2016 (novembre 2016), in particolare sezione IX, *social lending*.

¹² In materia di regolazione del *lending-based crowdfunding*: A. SCIARRONE ALIBRANDI et al., *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno FinTech No. 5, Consob, Milano/Roma, 2019; E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, I, 63-98; ID., *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets: another financial innovation puzzling regulators*, in *Columbia Journal of European Law* 2015, 21, 3, 521-586; ID., *Peer-to-peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi*, in *Dir. banc. fin.*, 2015, 221-293; E. BANI, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*,

1.3. *L'avvento del Regolamento UE n. 1503/2020 sui fornitori europei di servizi di crowdfunding alle imprese e l'impatto sull'impianto normativo sopra delineato (primi cenni).*

Diversi paesi europei hanno seguito la strada dell'Italia adottando normative speciali per il *crowdfunding* (ad esempio, Lituania, Francia, Spagna, Portogallo) o adattando la normativa tradizionale a tale nuovo fenomeno in vario modo: ne è derivato un quadro normativo frammentario e non adatto ad assicurare un *level-playing field* tra piattaforme o investitori¹³. Per alcuni anni tale situazione è stata

in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.-T. PARACAMPO (a cura di), seconda edizione, Volume II, Torino, 2019, 125 ss.; M. BELLINO, *Strumenti digitali e credito*, in *Le nuove frontiere dei servizi bancari e di pagamento fra PSD2, criptovalute e rivoluzione digitale*, F. MAIMERI–M. MANCINI (a cura di), Quaderni giuridici della Banca d'Italia n. 87/2019, 259 ss.; E. CAPOBIANCO, *Il 'Peer to peer lending'*, in *FinTech*, F. FIMMANÒ–G. FALCONE (a cura di), Napoli, 2019, 227 ss.; E. MASTROPAOLO, *Il social lending: aspetti di diritto sostanziale e di regolazione dell'attività*, ibidem, 264; M. MARCHESI, *Tra vecchia e nuova intermediazione creditizia: lending based crowdfunding, siti comparatori e consulenza*, in *I diversi settori del fintech*, cit., 141 ss.; J. PAOLONI, *Peer to peer lending e innovazione finanziaria*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, G. FINOCCHIARO–V. FALCE (a cura di), Bologna, 2019, 405; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, 519.

¹³ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento*, cit.; G. FERRARINI–E. MACCHIAVELLO, *Investment-based: Is MiFID II enough?*, in *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, D. BUSCH–G. FERRARINI (a cura di), Oxford, 2017, 659-692; EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, Commission Staff Working Document, SWD(2016) 154 final, http://ec.europa.eu/finance/general-policy/docs/crowdfunding/160428-crowdfunding-study_en.pdf; CROWDFUNDINGHUB, *Crowdfunding Crossing Borders. An Overview of Liability Risks Associated with Cross Border Crowdfunding Investments*, <https://drive.google.com/file/d/0B7uykMX1rDrWU3BRZTBMNzFwLVE/view>; O. GAJDA ET AL. (a cura di), *Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of Existing Crowdfunding Regulations in Europe, North America and Israel*, European Crowdfunding Network, (2017), http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2017/10/ECN_Review_of_Crowdfunding_Regulation_2017.pdf; EUROPEAN COMMISSION, *Final report: Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, (Dicembre 2017), https://ec.europa.eu/info/sites/info/files/171216-crowdfunding-report_en.pdf.

tollerata a causa delle ridotte dimensioni del mercato¹⁴ ma nel marzo 2018, al fine di creare un mercato unico europeo del *crowdfunding*, la Commissione europea ha adottato una proposta di regolazione del *crowdfunding*¹⁵, che, una volta modificata sia da Consiglio che Parlamento¹⁶, è stata approvata come Regolamento UE n. 1503 del 7 ottobre 2020¹⁷ sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding* alle

¹⁴ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Staff Working Document*, cit., 31: «Given the predominantly local nature of crowdfunding, there is no strong case for EU level policy intervention at this juncture. Crowdfunding is still relatively small and needs space to innovate and develop. Given the dynamism of crowdfunding and the potential for future cross border expansion, it will be important to monitor the development of the sector and the effectiveness, and degree of convergence of, national regulatory frameworks».

¹⁵ EUROPEAN COMMISSION, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, 8 March 2018, COM(2018)113. Per commenti alla Proposta della Commissione e successive versioni, E. MACCHIAVELLO, *Feedback on the European Commission "Proposal for a Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for business"*, https://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649/feedback/F11570_en?p_id=181605; E. MACCHIAVELLO, *La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*, in *FINTECH. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.-T. PARACAMPO (a cura di), Volume II (seconda edizione), Torino, 2019, 163 ss.; E. MACCHIAVELLO, *"What to expect when you are expecting" a new Proposal for an European Crowdfunding Regulation: the current 'Bermuda Triangle' and future scenarios for marketplace lending and investing in Europe*, Working Paper (October 2019), disponibile su SSRN; A. SCIARRONE ALIBRANDI ET AL., *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, cit., par. 11. Cfr. anche D. VALIANTE, *'Il "crowdfunding" e la nuova proposta di regolamento UE - Crowdfunding and the new EU regulation proposal'*, in *Riv. dir. soc.* 2018, 959.

¹⁶ In particolare, cfr. E. MACCHIAVELLO, *'What to expect'*, cit.; U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento europeo sul crowdfunding*, in *Nuovo dir. soc.*, 2021, 427.

¹⁷ Per i primi commenti: E. MACCHIAVELLO, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *Eu. Bus. L. Rev.* 2021, 32, 3, 557; S. HOOGHIEMSTRA, *The European Crowdfunding Regulation – Towards Harmonization of (Equity- and Lending-Based) Crowdfunding in Europe?* (22 August, 2020), <https://ssrn.com/abstract=3679142>; M. HOBZA–A. VONDRÁČKOVÁ, *The New Financial Crowdfunding Regulation and Its Implications for Investment Services under MiFID II (6 November 2020)*, Charles University in Prague Faculty of Law Research Paper No. 2020/III/2, <https://ssrn.com/abstract=3725997>; K. WENZLAFF et al., *Crowdfunding in Europe: Between Fragmentation and*

imprese¹⁸, nell'ambito dei più ampi piani d'azione in materia di *Capital Markets Union*¹⁹ e *Fintech*²⁰. Tale regolamento ha l'effetto di sostituire nel nostro paese i sopra-esposti regimi per quanto riguarda l'*investment-based crowdfunding* e il *lending-based crowdfunding* alle imprese: il legislatore nazionale ha adottato la legge di delegazione europea n. 127 del 4 agosto 2022 con delega al Governo di attuare in Italia il regolamento UE; l'attuazione è quindi stata realizzata con il d.lgs. 10 marzo 2023 n. 30 che, tra le altre cose, ha abrogato l'art. 50-*quinquies* t.u.f. e modificato altri articoli del testo unico finanziario. Ne sono seguiti un nuovo Regolamento Consob *crowdfunding*²¹, un Protocollo d'intesa tra Consob e Banca d'Italia²² e gli Orientamenti di vigilanza di Banca d'Italia in materia di fornitori specializzati di servizi di *crowdfunding* per le imprese²³. Ad ogni modo, i gestori di portali di *crowdfunding* già operanti in base ai regimi nazionali, quindi sia autorizzati ai sensi dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. che come banche,

Harmonization in Advances in Crowdfunding, R. SHNEOR-L. ZHAO-B. FLÅTEN (a cura di), Cham, 2020; U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento*, cit. Per un commento esaustivo, articolo per articolo: E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary*, London, 2022. Cfr. anche S. MEZZACAPO, *Il nuovo regime giuridico del "financial return" crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale e passporting UE*, in *Dir. banc. fin.*, 2022, 639.

¹⁸ La Commissione ha adottato il 13 luglio 2022 i regolamenti UE di esecuzione dal n. 2111 al n. 2119 e di attuazione dal n. 2120 al n. 2123.

¹⁹ *Ex multis*, cfr.: EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on Building a Capital Markets Union* (Communication) COM(2015) 468/2 (e successivi atti); EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*. Cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Regulation*, cit.

²⁰ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, COM/2018/0109 final (e successivi aggiornamenti quali *Digital Finance Strategy for the EU* COM/2020/591 final).

²¹ Delibera Consob n. 22720 del 1° giugno 2023, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/bollettino/documenti/bollettino2023/d22720.htm>.

²² Protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di *crowdfunding* del 19 giugno 2023, <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/accordi/Protocollo-BI-consob-2023.06.20.pdf>.

²³ Gli orientamenti, messi in consultazione il 17 maggio 2023 per 30 giorni, sono stati adottati da Banca d'Italia il 2 agosto 2023: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/orientamenti-vigilanza/Orientamenti-crowdfunding.pdf>.

IP/IMEL, art. 106 t.u.b.,²⁴ beneficiano di un periodo transitorio di cui all'articolo 48 del Regolamento UE 2020/1503, rimanendo sottoposti alle norme previgenti fino al 10 novembre 2023 (inizialmente fissato al 2022 ma posticipato di un anno dalla Commissione il 12 luglio 2022) o, se antecedente, fino all'ottenimento della nuova autorizzazione basata sul regolamento europeo in questione²⁵. I nuovi operatori, non ancora dunque autorizzati/operanti al 10 novembre 2021 (cioè dall'applicazione del Regolamento UE 1503/2020), sono invece tenuti a presentare sin da subito la nuova autorizzazione. Sempre l'art. 48 (paragrafo 2) ECSPR permette agli Stati Membri, durante tale regime transitorio, di introdurre procedure autorizzative semplificate per i fornitori di *crowdfunding* già autorizzati nel paese e tale facoltà viene riconosciuta a Consob e Banca d'Italia dal d.lgs. 30/2023 (art. 1, comma 2 e art. 4-*sexies*.1, comma 2, t.u.f.) ma le stesse autorità non hanno finora esercitato tale opzione nelle rispettive disposizioni secondarie²⁶.

²⁴ La Commissione ha chiarito che il regime transitorio s'intende applicabile a chi opera nell'ambito di qualunque normativa nazionale, quindi non solo un regime speciale ma anche la normativa finanziaria generale che norme di diritto privato: cfr. ESMA, *Questions and Answers on the European crowdfunding service providers for business Regulation* (3 August 2023), ESMA35-42-1088, risposta n. 2.1, <https://www.esma.europa.eu/document/qa-european-crowdfunding-service-providers-business-regulation>. *Amplius*: E. 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 E. MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation*, cit., 49. Sollevava il dubbio che il regime transitorio si potesse applicare anche alle piattaforme di *lending* non sottoposte al regime speciale del t.u.f. U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento*, cit., 458 (auspicando per un'interpretazione estensiva per parità di trattamento).

²⁵ Cfr. anche art. 1, comma 3, d.lgs. n. 30/2023.

²⁶ Le autorità europee non hanno specificato se la possibilità di introdurre procedure semplificate si applichi, come il paragrafo 1, a tutti gli operatori già operanti nel paese o, come sembra più ragionevole e corretto sulla base dell'interpretazione letterale del paragrafo 2 («*entities that [...] are authorised under national law to provide crowdfunding services*»), solo a quelli già autorizzati ad operare (sulla base di una disciplina speciale o generale ma comunque richiedente un'autorizzazione/licenza): cfr. E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 49. Offrono un'interpretazione ancora più restrittiva (per cui procedure semplificate sarebbero possibili solo per i gestori prima autorizzati ai sensi dell'art. 50-*quinquies*, ma non per quelli di *lending* autorizzati da Banca d'Italia come 106 t.u.b. o IP/IMEL, etc.): U. PIATTELLI-S. CARUSO, *The impact of the ECSPR on the crowdfunding legal framework in Italy*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 702. Per

Inoltre, per presentare le prime domande di autorizzazione è stato necessario attendere almeno l'adozione del decreto delegato di adeguamento (marzo 2023), seguito a mesi di distanza da altre disposizioni secondarie di Consob e Banca d'Italia sopra menzionate²⁷.

Conseguentemente, dopo la conclusione del periodo transitorio, non sarà possibile offrire i servizi di *crowdfunding* coperti dal Regol. UE 1503/2020 senza aver precedentemente ottenuto l'autorizzazione ivi prevista. Tale normativa europea è anche un atto di armonizzazione massima e direttamente applicabile per cui gli Stati membri non potranno imporre requisiti aggiuntivi ai fornitori autorizzati²⁸. Il medesimo Regolamento raccomanda espressamente agli Stati membri di non applicare la normativa bancaria ai fornitori di *crowdfunding* (salvo che non siano autorizzati anche come banche) né di imporre ad investitori o promotori di progetti requisiti per ottenere un'esenzione dalla normativa bancaria (considerando 9 ed art. 1, par. 3): le piattaforme di *business lending* operative in Italia, se autorizzate ai sensi del regolamento europeo, non dovrebbero più avere bisogno anche di un'autorizzazione come IP o 106 t.u.b. né seguire le ulteriori indicazioni (quali trattative personalizzate tra investitori e promotori) fissate dalla Banca d'Italia per assicurare il rispetto della normativa bancaria, bastando, una volta ottenuta l'autorizzazione ai sensi del suddetto Regolamento europeo, il rispetto delle norme nello stesso contenute. In vista dell'applicazione del Regolamento europeo, sarebbe anche opportuno che il legislatore italiano precisi che, pur in presenza di banche o altri creditori professionali operanti come investitori sulla piattaforma, non sia più necessaria per il fornitore di *crowdfunding* la licenza come mediatore creditizio (invece richiesta finora nel nostro

l'interpretazione restrittiva in Finlandia: E. HÄRKÖNEN–T. NEUMANN–C. CHRISTENSEN, *The Regulation of Crowdfunding in the Nordic Countries*, ibidem, 765 ss.

²⁷ Cfr. anche CONSOB-BANCA D'ITALIA, *Disciplina in materia di fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese – Orientamenti per gli operatori interessati alla presentazione delle domande di autorizzazione*, 21 ottobre 2022.

²⁸ Per un generale divieto di *goldplating* cfr. considerando 33: «[...] gli Stati membri non dovrebbero essere autorizzati a imporre prescrizioni supplementari ai fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati ai sensi del presente regolamento».

ordinamento per l'esistenza di una riserva di attività nell'intermediazione creditizia professionale a favore di questi)²⁹.

Le specificazioni di Banca d'Italia in materia di *social lending* rimarranno invece ancora vigenti per il segmento di *lending-based crowdfunding* tra consumatori e, almeno fino all'entrata in vigore delle modifiche alla Direttiva europea sul credito ai consumatori, anche per il credito a consumatori erogato attraverso piattaforma dalla piattaforma stessa o da finanziatori professionali. Infatti, quest'ultima Direttiva, dopo alterne vicende in sede di negoziazioni trilaterali³⁰, nella versione adottata e pubblicata in Gazzetta ufficiale ad ottobre 2023 detta alcune regole anche per il *lending-based crowdfunding* ai consumatori, quando la piattaforma agisca come creditore oppure come intermediario del credito tra un finanziatore professionale ed un consumatore, per quanto attiene a trasparenza e condotta nei confronti dei richiedenti il prestito (non, invece, a regole di autorizzazione o protezione degli investitori). I fornitori di servizi di *crowdfunding* non coperti dal Regol. UE 1503/2020 (sia di prestito ai consumatori che di *donation/reward*) dovranno pubblicare sul proprio sito internet e nelle informazioni rese alla clientela l'avvertenza che i servizi offerti non sono soggetti «ad autorizzazione o vigilanza da parte della Banca d'Italia o della Consob» e agli stessi «non si applicano le regole e le

²⁹ In Portogallo i commentatori hanno anche auspicato in una tale precisazione, che è stata invece espressamente inserita dal legislatore norvegese: cfr. E. MACCHIAVELLO, *Conclusions about the ECSPR and its harmonization force: a brief summary of the objectives achieved and the remaining 'grey' areas from a comparative law perspective*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 815.

³⁰ Direttiva (UE) 2023/2225 del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE. Cfr. il rapporto del Parlamento europeo sulla revisione della Direttiva in questione: [https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-new-push-for-european-democracy/file-revision-of-consumer-credit-directive-\(refit\)](https://www.europarl.europa.eu/legislative-train/theme-a-new-push-for-european-democracy/file-revision-of-consumer-credit-directive-(refit)). Sulla proposta originaria della Commissione o emendamenti successivi: A. SCIARRONE ALIBRANDI–E. GROSSULE, *Crowdfunding and consumer credit protection in the EU*, in *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business*, in E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit.; O. CHEREDNYCHENKO, *The proposal for a new EU Consumer Credit Directive: towards responsible lending in the digital age?*, in *Law and Financial Markets Review* 2021, 15, 3-4, 183-206; K. SEIN, *Crowdfunding credit services under the new proposal for a new Directive on Consumer Credits*, in *Law and Financial Markets Review*, 2021, 15, 3-4, 221-238. Cfr. Anche più recentemente S. MEZZACAPO, *Il nuovo regime*, cit.

tutele previste dal regolamento europeo sui fornitori di servizi di *crowdfunding* n. 1503/2020» (nuovo art. 100-ter, comma 9, t.u.f.).

In ogni caso, i summenzionati atti di adattamento interno al regolamento europeo sembrano mostrare (specialmente gli orientamenti di Banca d'Italia) un atteggiamento conservativo, teso cioè a mantenere in vita, ove possibile dalla disciplina europea, prassi e regole previgenti in Italia.

2. Molto rumore per nulla? Un mercato di dimensioni finora limitate ma con buone potenzialità. I tratti peculiari del fenomeno.

L'intero mercato europeo del *crowdfunding* ha quasi raggiunto nel 2020 i \$10 miliardi (\$23 miliardi contando anche il Regno Unito)³¹. L'*investment-based crowdfunding*, pur rimanendo minoritario rispetto al *lending-based crowdfunding*, è in crescita in Europa, specialmente con riguardo al sotto-segmento *equity*, mentre restano limitati i sotto-segmenti dell'investimento in strumenti di debito (*debt-based securities crowdfunding*) e dei più generici contratti di investimento con partecipazione agli utili (*profit-sharing crowdfunding*)³². Nell'ambito

³¹ T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, (2021), 71 e 74, <https://www.jbs.cam.ac.uk/faculty-research/centres/alternative-finance/publications/the-2nd-global-alternative-finance-market-benchmarking-report/>.

³² In Europa (Regno Unito escluso), nel 2017, il mercato della finanza alternativa ammontava a €3,37 miliardi così ripartiti: €2.395 milioni per il *lending-based crowdfunding* (LB) (di cui €1.392 milioni – 41,3% - di *person-to-consumer- P2C*; €536 milioni – 15,9% - di *invoice trading*; €467 milioni – 3,8% - di *person-to-business – P2B*), €258.75 – 7,7% - per il *real-estate crowdfunding* (finanziamenti di capitale o debito subordinato per operazioni immobiliari), €211 milioni – 6,3% - per l'*equity-based crowdfunding* (EB), €75 milioni – 2,2% - per il *debt-securities based* (DB), €29 milioni – 1,6% - per i mini-bond e €1,57 milioni – 0,05% - *profit-sharing* (PS). La quota di mercato del Regno Unito, benché negli ultimi anni in discesa, ammonta nel 2017 al 68% dei volumi (81% nel 2015), per un totale di €7.067 milioni. Cfr. T. ZIEGLER ET AL., *Shifting Paradigms - The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, (2019), in T. ZIEGLER et al., *Shifting Paradigms - The 4th European Alternative Finance Benchmarking Report*, (2019), 16, 22, 31 ss., https://www.jbs.cam.ac.uk/fileadmin/user_upload/research/centres/alternative-finance/downloads/2019-04-4th-european-alternative-finance-benchmarking-industry-report-shifting-paradigms.pdf. Un report più recente (T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*, cit., 74) attesta un totale di 7,7 miliardi di dollari per il 2018, 12,2 miliardi per il 2019 e 9,9 miliardi per

dell'*equity-based crowdfunding*, i mercati maggiori in Europa (UK esclusa e altrimenti nettamente il paese *leader*) per il 2020 sono risultati Italia, Spagna e Germania³³. Per il *lending-based*, l'Italia detiene il primato per il *business lending*, seguita dalla Francia,³⁴ e per l'*invoice trading*, seguita dalla Spagna,³⁵ mentre nel *consumer lending* primeggia la Germania, seguita dalla Polonia³⁶. Guardando in particolare ai dati nazionali, in Italia il mercato è trainato dal segmento immobiliare (specialmente per il *lending*): al 30 giugno 2023 erano stati raccolti complessivamente per l'*equity* €398,37 milioni per progetti non immobiliari (di cui €86,64 milioni nell'ultimo anno) e €173,31 milioni per progetti immobiliari (di cui ben €56,42 milioni nell'ultimo anno) e €89,93 milioni (di cui €20,82 milioni nell'ultimo anno) in *minibond*, mentre, per il *lending*, il raccolto ammonta €213,58 milioni nel segmento *consumer*, €93,17 milioni nel segmento *business lending* non immobiliare e ben €267,60 milioni nel segmento *business lending* immobiliare (di cui più del 40% raccolto nell'ultimo anno)³⁷. Le dimensioni complessive del fenomeno, ad ogni modo, rimangono contenute rispetto al settore tradizionale bancario e dei mercati finanziari: ad esempio, nel 2020 i prestiti delle piattaforme rappresentavano solo lo 0,21% del credito erogato dal settore finanziario negli Stati Uniti, lo 0,13% nel Regno Unito e lo 0,03% per cento nell'Unione Europea (in particolare, 0,07% con riferimento

il 2020. Guardando al 2020, benché l'ordine dei singoli comparti sia rimasto invariato, sono cambiate le proporzioni tra alcuni degli stessi, accorciandosi alcune distanze: P2C 29,2%, *invoice trading* 20,3%, P2B 18,5%, *real estate* 8,3%, EBC 2,8%, DB 1,3%, PS 0,14%.

³³ Per il 2020, rispettivamente, \$67 milioni, \$55 milioni, \$49 milioni (mentre UK \$549), senza contare però il *real estate crowdfunding*: cfr. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 77.

³⁴ Rispettivamente, \$808 milioni e \$412 milioni (UK invece \$3262 milioni): T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 76.

³⁵ Rispettivamente, \$709 milioni e \$277 milioni: T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 76.

³⁶ Rispettivamente, \$803 milioni e \$299 milioni (mentre UK \$255): T. ZIEGLER et al., *The 2nd Global*, cit., 76.

³⁷ POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, luglio 2023, <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2023/07/reportcrowd2023.pdf>.

all'Italia)³⁸. Ciò ha portato alcuni commentatori a sollevare dubbi sull'utilità di promuovere tale strumento alternativo di finanziamento.

Tuttavia, il *crowdfunding* è ritenuto un'utile forma alternativa di finanziamento specialmente per *start-up* e PMI che spesso incontrano difficoltà ad accedere ai canali tradizionali a causa dell'opacità dell'attività e conseguente asimmetria informativa rispetto alle società grandi e quotate. In particolare, esso è visto come un'alternativa – e in tempi brevi e a prezzi più contenuti a causa dell'accorciamento della “catena di intermediazione” e all'uso della tecnologia - al prestito bancario (in riferimento al *lending-based crowdfunding*) e ponte tra i *family, friends and fools* e *business angels, venture capital, private equity* o, addirittura, *IPOs* (con riferimento all'*equity-based crowdfunding*)³⁹, assicurando peraltro all'imprenditore un maggior controllo sul *business* rispetto a questi ultimi e anche operando come tecnica di *marketing* così come di *market-test*. Esso sembra anche rispondere a bisogni non solo finanziari degli investitori, quali senso di partecipazione ad una comunità, democratizzazione della finanza e

³⁸ S. CARDILLO et al., *Le piattaforme Fintech di prestito e di raccolta di finanziamenti nel mondo e in Italia*, Questioni di Economia e Finanza–Banca d'Italia Occasional Papers, n. 702, giugno 2022, 23; T. BECK et al., *Will video kill the radio star? Digitalisation and the future of banking. Digitalisation and the Future of Banking*, 1 gennaio 2022, ESRB Advisory Scientific Committee Reports, 12.

³⁹ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Impact Assessment Accompanying the Document Proposal for a Regulation [...] on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business* (8 marzo 2018), 6, 13 ss. Per una discussione più ampia del tema, anche in connessione agli obiettivi della *Capital Markets Union*, e riferimenti [...] E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Regulation in the Context of the Capital Markets Union*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI–M. LOUISSE (a cura di), Oxford, 2021, 25-46; E. MACCHIAVELLO, *Disintermediation in Fund-raising. Marketplace Investing Platforms and EU Financial Regulation*, in *Routledge Handbook on Financial Technology and Law*, I. CHIU–G. DEIPENBROCK (a cura di), Routledge, 2021, 291-306; E. MACCHIAVELLO, *The Licensing Principle and Investment-Based Crowdfunding*, in *Fintech Regulation and the Licensing Principle*, D. MOURA VICENTE–D. PEREIRA DUARTE–C. GRANADEIRO (a cura di), Lisbon, EBI/CIDP, 2023, 46-70; E. MACCHIAVELLO–A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Form of Capital Raising in the Internal Market: True Disintermediation or Re-intermediation?*, in *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, Governance*, E. AVGOULEAS–H. MARJOSOLA (a cura di), De Gruyter, 2021, 37-85. Cfr. anche M. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, 650.

impegno⁴⁰, oltre che diversificazione e maggior resilienza complessiva. Ovviamente, a causa della tipologia di imprese finanziate e assenze di garanzie e presidi tradizionali (fondi di garanzia, *book-building*, ecc.), tali investimenti sono anche più opachi e rischiosi rispetto agli omologhi tradizionali: il settore ha perciò sviluppato soluzioni varie (fondi di protezione parziale, rating/ranking dei progetti, forum, *co-investing* con investitore professionali e limiti massimi di investimento per diversificare il rischio, ecc.). Altre peculiarità del *crowdfunding* rispetto agli omologhi tradizionali, sono l'uso di strumenti di comunicazione non necessariamente vicini al classico prospetto informativo (video ed elementi multimediali, forum, ecc.) e regole di funzionamento particolari (“*all-or-nothing*”; rilevanza di *soft information* e “*signaling*” nelle decisioni di investimento)⁴¹.

PARTE II – CAMPO DI APPLICAZIONE: TIPI DI SERVIZI, PRODOTTI E OFFERTE REGOLATI.

3. I servizi di *crowdfunding* regolati.

I gestori delle piattaforme di *crowdfunding* generalmente regolano l'accesso alla piattaforma degli emittenti/richiedenti compiendo uno *screening* iniziale, talvolta anche offrendo supporto nella redazione del *business plan*, pubblicano i relativi profili e progetti, mettono in contatto investitori ed imprese, forniscono modelli standard di contratto tra le parti, ricevono gli ordini e, infine, gestiscono le relazioni delle parti dopo la conclusione del contratto su mandato delle parti. La

⁴⁰ A. SCHWIENBACHER–B. LARRALDE, *Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures*, in *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, D. CUMMING (a cura di), OUP, Oxford, 2012, 369 ss.; D. POPESCU et al., *Psychological Determinants of Investor Motivation in Social Media-Based Crowdfunding Projects: A Systematic Review*, in *Front. Psychol.* 2020, 11, 1 (benché tale fattore sia registrato maggiormente nel *reward-based crowdfunding*). A favore di una prospettiva meramente di ritorno economico: B. MELE, *In tema di qualità dell'informazione del sottoscrittore di quote di categoria nell'equity crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2020, I, 978.

⁴¹ Più ampiamente: E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding Regulation*, cit. e *Disintermediation in Fund-raising*, cit., 299. Cfr. anche V. DE STASIO, *Il Crowdfunding*, in *Il testo unico finanziario. Commentario*, M. CERA–G. PRESTI (a cura di), vol. 1, Bologna, 2020, 2325, 2328.

qualificazione giuridica di tali attività come servizio di investimento o altra forma di intermediazione finanziaria ha rilevanti conseguenze giuridiche in punto di normativa applicabile. Ad esempio, se tali servizi fossero ritenuti equivalenti a servizi di investimento e aventi ad oggetto strumenti finanziari, richiederebbero l'applicazione delle normative nazionali di derivazione *MiFID* e Regolamento Prospetto⁴². Come si è ampiamente esposto altrove⁴³, tuttavia, le nozioni di strumenti finanziari e di alcuni servizi di investimento, sono di per sé vaghe ed ambigue anche nel rispetto delle discrezionalità lasciate dalla normativa europea agli Stati Membri e sono soggette a diverse interpretazioni anche alla luce della mancata armonizzazione a livello europeo del diritto societario. Ciò ha portato gli interpreti, da un lato, ad individuare nell'attività di *crowdfunding* aspetti riconducibili a diversi servizi di investimento e, allo stesso tempo, solo alcuni caratteri (non tutti) di ciascun servizio⁴⁴ e, dall'altro, i regolatori e autorità dei paesi europei a qualificare in maniera diversa le attività di *investment-based crowdfunding*, andando dall'esclusione della natura delle stesse di servizi di investimento (cfr. in Portogallo)⁴⁵, alla riconduzione,

⁴² In Italia (come in altri paesi europei quali Germania) sussiste un obbligo di prospetto anche in presenza di prodotti finanziari diversi dai valori mobiliari purché le offerte degli stessi non ricadano in una delle esenzioni ammesse.

⁴³ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending and the “democratization” of credit markets*, cit.; E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit.; ID., *La problematica*, cit.; ID., *Financial-return crowdfunding and regulatory approaches in the shadow banking, FinTech and collaborative finance era*, in *ECFR*, 2017, 14, 4, 662-722; ID., *Peer-to-peer lending ed informazione*, cit.; ID., *Disintermediation*, cit., 299-302; ID., *The European*, cit., 570 ss.; G. FERRARINI-E. MACCHIAVELLO, cit. Cfr. Sul tema anche A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latinoamericane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237; V. DE STASIO, *op. cit.*, 2350.

⁴⁴ Sul tema della qualificazione giuridica dei servizi di *investment-based crowdfunding* cfr., oltre ai lavori nella nota precedente: V. DE STASIO, *op. cit.*, 2344 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 509, 512.

⁴⁵ In Austria, le partecipazioni in *silent partnerships* non sono considerate strumenti finanziari e, in conseguenza, le piattaforme che le offrivano non erano tenute a richiedere un'autorizzazione come imprese d'investimento né soggette all'obbligo di prospetto, potendo operare come semplici consulenti o *broker* (in base alla sezione 136(a) della legge del commercio austriaca: cfr. previgente art. 1, §5 *AltFG*) ma la licenza come impresa d'investimento è richiesta in caso di offerta di strumenti finanziari (con aggiunta, dal 2015, di obblighi e limiti *ad hoc* per

alternativamente, ai servizi di ricezione e trasmissione di ordini (cfr. Olanda⁴⁶), consulenza (cfr. Francia)⁴⁷, esecuzione di ordini, collocamento senza assunzione di garanzia, etc. o all'applicazione di esenzioni generali anche a seconda della tipologia di prodotto (v. Germania⁴⁸).

l'investment-based crowdfunding). Similmente, in Belgio le piattaforme usavano spesso titoli di debito *profit-sharing* (emessi peraltro da una *holding company*), non considerati strumenti finanziari. Cfr. S. SCHERMAIER-D. SCHMELZ, *Austria*, in *Review of Crowdfunding Regulation. Interpretations of Existing Crowdfunding Regulations in Europe, North America and Israel*, O. GAJDA et al. (a cura di), European Crowdfunding Network, (2014), 11-19, <http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2014/12/ECN-Review-of-Crowdfunding-Regulation-2014.pdf>; A. WOCHENMARKT, *Belgium*, in *Review of Crowdfunding* (2014), O. Gajda et al. (a cura di), cit., 20-21.

⁴⁶ In Olanda, le piattaforme che volessero offrire strumenti finanziari via internet necessitavano di una licenza come imprese di investimento, abilitate almeno al servizio di ricezione e trasmissione di ordini: cfr. E. VAN KRANENBURG, *The Netherlands*, in *Review of Crowdfunding Regulation* (2014), O. Gajda et al. (a cura di), cit., 160; A. HAKVOORT, *Where the ECSPR pinches the Dutch shoe: some brain teasers from a Dutch law perspective*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 711 ss. Per l'analisi comparativa dei regimi stranieri, E. MACCHIAVELLO, *Conclusions*, cit.; ID., *Financial-Return Crowdfunding*, cit.; ID., *“What to Expect”*, cit.; G. FERRARINI-E. MACCHIAVELLO, *op. cit.*; cfr. anche EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, cit.; ID., *Final Report – Identifying market and regulatory obstacles to crossborder development of crowdfunding in the EU*, cit.; CROWDFUNDINGHUB, *Crowdfunding crossing borders*, cit.; D. ZETZSCHE-C. PREINER, *Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe*, in *EBOR* 2018, 19, 217–251; A. LAUDONIO, *Equity-based*, cit.

⁴⁷ In Francia, gli operatori di *investment-based crowdfunding* operavano come consulenti specializzati soggetti ad un regime speciale (*conseillers en investissements participatifs - CIP*) oppure imprese di investimento autorizzate al servizio di consulenza. A proposito dell'ordinamento francese e della possibilità offerta alle imprese di investimento comunitarie (autorizzate al servizio di consulenza in materia di investimenti) di offrire *equity crowdfunding* in Francia cfr. M. MOULIN, *Régulation du crowdfunding: de l'ombre à la lumière*, in *BJB* 2014 (luglio-agosto), 356, 362; ID., *Crowdfunding in France after the adoption of the ECSPR*, in *Crowdfunding Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 664 ss.; M.C. DE LAMBERTYE-AUTRAND ET AL., *L'activité transfrontalière des plateformes de financement participative*, in *Le cadre juridique du crowdfunding. Analyses prospectives*, A.V. LE FUR (a cura di), Société de Legislation Comparee, Parigi, 2015, 21.

⁴⁸ In Germania i *broker* che offrivano prodotti finanziari (inclusi prestiti subordinati e *profit-participation loans*) e strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari/*securities* (partecipazioni in *silent partnerships* e diritti di partecipazione

3.1. Investment-based crowdfunding.

L'art. 50-*quinquies* t.u.f. era stato introdotto con la finalità di regolare, attraverso un regime speciale, l'attività di gestione di portali esercitata professionalmente con l'esclusiva finalità di «facilitazione della raccolta di capitale di rischio» da parte di certi tipi di società e, poi, solo in tempi più recenti, anche la «raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito»⁴⁹. La normativa italiana, al contrario di altre⁵⁰, non descriveva tuttavia specificatamente

agli utili, ad esempio) senza detenzione/proprietà delle somme di denaro o altri beni dei clienti erano sottoposti ad una disciplina generale (di esenzione dalla *MiFID ex art. 3*) molto leggera prevista dal codice del commercio (§34.f del *Gewerbeordnung – GewO*) per i *broker* di investimento. Quando le piattaforme offrivano invece valori mobiliari o servizi non ricompresi nell'esenzione, esse erano soggette alla disciplina delle imprese di investimento ed in materia di prospetto (salvo sotto la soglia dei €100.000). Cfr. V. MÜLLER-SCHMALE, *Crowdfunding: Supervisory requirements and investor responsibility*, (16 giugno 2014), in *2014 BaFin Annual Report - Federal Financial Supervisory Authority* (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht – BaFin), 65, https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2014/fa_bj_1406_crowdfunding_en.html; J.P. BUBALB, *Subordinated loans and loans with profit participation: BaFin urges caution in connection with capital raising*, (16 marzo 2015), BaFin, http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Fachartikel/2015/fa_bj_1503_nachrangdarlehen_en.html; J. BEGNER, *Crowdfunding and regulatory laws*, in *BaFin Quartely*, 2012, 3, 8 ss.

⁴⁹ Cfr. definizione di “portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e imprese sociali” di cui all'art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f. come modificato dall'art. 1, comma 236 della legge n. 145 del 30 dicembre 2018.

⁵⁰ La normativa speciale spagnola introdotta con la *Ley de fomento de la financiación empresarial* n. 5 del 28 aprile 2015, oltre a fornire una definizione specifica di attività di “*financiación participativa*” (art. 46: «[...] poner en contacto, de manera profesional y a través de páginas web u otros medios electrónicos, a una pluralidad de personas físicas o jurídicas que ofrecen financiación a cambio de un rendimiento dinerario, denominados inversores, con personas físicas o jurídicas que solicitan financiación en nombre propio para destinarlo a un proyecto de financiación participativa, denominados promotores») e a specificare che le piattaforme potevano formalizzare i contratti di sottoscrizione di partecipazione tra emittenti e investitori, individuava alcune attività come i servizi tipici offerti dalle piattaforme (ricezione, selezione e pubblicazione dei progetti, creazione di canali di comunicazione per la contrattazione tra investitori ed emittenti) e altre come servizi ausiliari offribili da parte delle stesse (valutazione dei progetti, analisi degli stessi e del loro livello di rischio, pubblicazione delle informazioni in modo oggettivo,

tale attività di facilitazione, lasciando ai gestori la libertà di impostare *business models* diversi, nei limiti tuttavia, perlomeno con riferimento ai gestori iscritti nella sezione ordinaria, dei divieti posti dalla normativa. Ad ogni modo, il legislatore italiano sembrava aver sfruttato l'esenzione facoltativa dalla disciplina *MiFID* ex art. 3(1) *MiFID II*, la quale autorizza gli Stati membri a sottoporre ad un regime esclusivamente nazionale gli operatori che svolgano i servizi di ricezione e trasmissione di ordini così come di consulenza su valori mobiliari o quote di OICR, qualora siano autorizzati a trasmettere gli ordini solo a determinate imprese autorizzate (quali banche ed imprese d'investimento), riconducendo di fatto e implicitamente l'attività dei portali al servizio di ricezione e trasmissione degli ordini (e che giustifica il progressivo sforzo di avvicinamento alla *MiFID II* effettuato nel 2017 e 2020 come richiesto per i regimi di esenzione ai sensi dell'art. 3(1) e (2) *MiFID II*)⁵¹. Tuttavia, alcuni interpreti hanno

predisposizione di modelli di contratto, trasmissione di informazioni tra emittenti ed investitori sull'andamento del progetto, canali di comunicazione diretta tra investitori e offerenti; art. 51).

⁵¹ Il paragrafo 2 dell'art. 3 *MiFID*, introdotto dalla *MiFID II*, ha imposto agli Stati Membri di sottoporre gli intermediari che operino in regime di esenzione (ai sensi del paragrafo 1) ad una disciplina nazionale sostitutiva con «*requisiti almeno analoghi*» a quelli stabiliti dalla *MiFID II* per le imprese d'investimento con riferimento a determinati aspetti. In particolare, i requisiti simili dovranno attenersi al procedimento di autorizzazione e registrazione, ai requisiti degli amministratori e degli azionisti, alla vigilanza continua, alle misure organizzative e procedurali per prevenire conflitti di interesse, alle regole di condotta inclusi i doveri di agire in modo onesto, corretto, professionale e nel miglior interesse del cliente e di fornire informazioni corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive ai clienti (specialmente su determinati aspetti), la necessità di condurre un test di adeguatezza in presenza del servizio di consulenza oltre che regole sulle remunerazioni, sistemi di garanzia e protezione degli investitori o assicurazione professionale. Non sono inclusi nell'elenco in questione i requisiti di adeguatezza patrimoniale (dai quali era lo stesso *CRR* a permettere l'esenzione degli intermediari svolgenti determinati servizi di investimento – tra i quali sono ricompresi ricezione/trasmissione e consulenza – quando non detengano denaro o strumenti finanziari dei clienti) né di *governance* (a proposito dei quali è stata già contestata l'opportunità di estendere le regole concepite per banche sistematicamente rilevanti a tutte le imprese di investimento senza distinzioni in quanto a tipi di attività e dimensioni: cfr. sul punto J.H. BINDER, *Governance of Investment Firms Under MiFID II*, in *Regulation*, D. BUSCH–G. FERRARINI (a cura di), cit., 43 ss., 83 ss.. Cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione*

preferito parlare di una nuova figura di servizio *ad hoc*⁵². In ogni caso, si riteneva preclusa ai gestori di piattaforme l'offerta di servizi di investimento quali collocamento o consulenza: ad esempio, era espressamente vietato ai gestori formulare raccomandazioni sulle singole offerte idonee ad influenzare le adesioni (previgente art. 13, comma 3, secondo periodo, previgente regol. Consob *crowdfunding*)⁵³. Inoltre, i gestori di portali erano tenuti a trasmettere gli ordini

del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?, in *questa Rivista* 2018, 16, 1-31, http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/e._macchiavello_la_travaglia_ta_evoluzione_normativa_dellequity_crowdfunding_in_italia_2018_0.pdf; E. D'IPPOLITO-M. MUSITELLI-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *Eur. comp. law*, 2016, 13, 1, 31.

⁵² Cfr. F. ACCETTELLA-N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 237, 262 ss.; M.L. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371, 381 (secondo il quale si tratterebbe di un nuovo servizio di investimento); G.D. MOSCO, *Start-up e p.m.i. innovative: equity crowdfunding e deroghe al diritto societario*, in M. COLURCIO-A. LAUDONIO, cit. (segnalando i dubbi di compatibilità con il diritto europeo); R. CARATOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2013, I, 256, 286 (che fa rientrare il servizio in questione tra le "attività finanziarie"); S. RIZZO, *Intermediari Finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *Riv. regolaz. merc.*, 2014, 315 (che ne parla in termini di servizio accessorio). La questione è che la creazione da parte del legislatore italiano di un nuovo servizio di investimento non incluso nella relativa lista *MiFID* sembrerebbe violare la disciplina europea in questione ed i limiti di cui all'art. 3(1) *MiFID II* (salvo che non si ritenga che i legislatori nazionali siano liberi di introdurre e regolare nuovi servizi di investimento dovendo rispettare i vincoli *MiFID* solo per quelli elencati a livello europeo). In alternativa, il servizio potrebbe essere visto come una nuova figura di servizio finanziario *ad hoc* (non di investimento). In entrambi i casi, però, non si spiegherebbero i frequenti sforzi del nostro regolatore ad adeguare la normativa italiana alle revisioni della disciplina europea. In ogni caso, la collocazione nel t.u.f., subito dopo la disciplina degli OICR, è apparsa discutibile.

⁵³ F. ACCETTELLA-N. CIOCCA (*Emittente e portale*, cit., 241-242) ritengono che qualora il contratto tra gestore di portale ed emittente prevedesse un impegno del primo di raccomandazione/sollecitazione della campagna del secondo a scapito delle altre presenti sul portale, la clausola in questione fosse invalida, oltre che fonte di possibili sanzioni da parte dell'autorità. Tra le forme di sollecitazione vietate non rientrerebbe l'indicazione imparziale e oggettiva del successo dell'offerta presso gli investitori (ad es., tasso di adesione) o giudizi di terzi (quali analisti finanziari) mentre dubbi sono avanzati dagli Autori rispetto alla possibilità di indicare il *rating* dei progetti elaborato dal gestore della piattaforma.

riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari a banche ed imprese di investimento, non potendo procedere direttamente alla loro esecuzione. Tale limite sembrava derivare, in parte, dalla normativa comunitaria - che permette di esentare dalla disciplina *MiFID* solo gli operatori che siano autorizzati a svolgere solo il servizio di ricezione e trasmissione di ordini o di consulenza e trasmettere gli ordini solo a banche o altre imprese autorizzate, tagliando fuori i servizi di collocamento e di esecuzione di ordini - e, in parte, da interpretazione restrittiva dell'Italia⁵⁴.

Nell'ambito del vigente Regol. UE 1503/2020, invece, il servizio di *crowdfunding* viene specificatamente identificato (con definizione cui ora rinvia l'art. 1, comma, 5-*novies* t.u.f. come modificato dal d.lgs. 30/2023) con «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, sul lato *investment-based crowdfunding*, nella combinazione dei due servizi di investimento di cui alla Direttiva *MiFID II* (allegato 1, punti 7 e 1) «collocamento senza impegno irrevocabile» e «ricezione e trasmissione degli ordini di clienti» (art. 2, par. 1, lett. a), Regol. n. 1503/2020). Tale definizione sembrerebbe quindi avere l'effetto di espandere i servizi a disposizione dei fornitori di *crowdfunding* italiani ma il regolamento europeo precisa che gli stessi «non pagano né accettano 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» (art. 3, par. 3). Il servizio di esecuzione di ordine non è espressamente menzionato ma la versione definitiva del regolamento delegato 2022/2112 (schema di domanda, punto 5, sottopunto 2) chiede al

⁵⁴ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit., 350. A proposito delle differenze interpretative tra, ad esempio, Italia e Regno Unito e altri paesi, ibidem, 327-328, 334; ID., *European Crowdfunding Services Providers Regulation*, cit. Sulla tradizionale interpretazione in Italia dei servizi di ricezione e trasmissione degli ordini e di esecuzione di ordini come tipici del solo mercato secondario, cfr. L. GAFFURI, *I servizi e le attività di investimento. Disciplina e aspetti operativi*, Milano, 2010, 22; M. MAGGIOLO, *Servizi ed attività d'investimento. Prestatori e prestazione*, Milano, 2012, 250; F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, 93.

fornitore di specificare come le procedure e sistemi adottati dallo stesso permettono «*the reception and transmission and execution of the client orders on an equal basis*». Di conseguenza, anche alla luce del nuovo regolamento Consob *crowdfunding* (2023), sembrerebbe da considerarsi abrogato anche il previgente obbligo dei gestori di trasmissione degli ordini a banche/SIM per l'esecuzione, non essendo un requisito contenuto espressamente nel Regolamento europea ed in forza del divieto di *goldplating*.

3.2. Lending-based crowdfunding.

Sul lato *lending-based crowdfunding*, invece, l'art. 2, par. 1, lett. a) regol. UE 1503/2020 definisce il servizio di *crowdfunding* come il servizio nell'intermediazione (in inglese, “*facilitation*”) nella concessione di prestiti (alle imprese). Nell'ambito di tale ultimo servizio - viene precisato nel considerando 11 - «le piattaforme di *crowdfunding* [...] facilitano semplicemente la conclusione, da parte degli investitori e del titolare di progetti, di contratti di prestito senza che il fornitore di servizi di *crowdfunding* agisca in alcun momento come creditore del titolare di progetti». Ciò, in combinazione con l'esplicito divieto per i fornitori di partecipare alle offerte di *crowdfunding* sulla loro piattaforma (art. 8, par. 1 Regol. UE 1503/2020) dovrebbe escludere la possibilità di operare nell'ambito del regolamento in questione attraverso modelli operativi che prevedano la compartecipazione ai prestiti da parte della piattaforma stessa, invece in precedenza utilizzati in Italia al fine di assicurare gli investitori attraverso l'allineamento di interessi tra piattaforma e investitori: tuttavia, modelli simili potrebbero essere offerti attraverso altre autorizzazioni (come, in Italia, art. 106 t.u.b.) e anche insieme ad un'autorizzazione ai sensi del regol. UE *crowdfunding* ma senza poter beneficiare, per i servizi di *co-lending*, del passaporto europeo.

3.3. Ulteriori servizi: “*principali*” o “*accessori*”? Altre attività svolgibili.

Il combinato disposto del considerando 21 e art. 3, par. 4 del Regol. 1503/2020 chiarisce che l'uso di sistemi di filtraggio che permettano agli investitori di identificare tra i progetti presenti sulla piattaforma

quelli che corrispondano a criteri oggettivi di interesse (quali settore economico, tasso di interesse, categoria di rischio, tipo di strumento) può farsi rientrare tra i servizi di *crowdfunding* “principali” (“*core*”, strettamente intesi) sopra menzionati e dunque coperto da riserva e ammesso senza che ciò comporti la qualificazione dell’attività, ad esempio, come servizi di consulenza in materia di investimenti (ovviamente, sempre che manchi una raccomandazione personalizzata). In ogni caso, l’investitore deve esaminare e prendere esplicitamente una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta (art. 3, par. 4).

Tuttavia, il regolamento si applica anche a *business models* più complessi e soggetti a requisiti specifici aggiuntivi (cfr. *infra* §§7 ss.). In particolare, i fornitori autorizzati potranno fornire anche lo *scoring*/determinazione di prezzo dei progetti, servizio che il considerando 11 sembra far rientrare nel concetto standard o “*core*” di servizio di *crowdfunding*), mentre la normativa secondaria (*RTS*) lo inserisce tra gli “altri servizi”⁵⁵. Un ulteriore servizio è la nuova figura di “gestione individuale di portafogli di prestiti”, consistente nella «ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di *crowdfunding*, di un importo prestabilito di fondi di un investitore [...] 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», dove tale mandato è basato su almeno due tra i seguenti parametri: tasso di interesse, maturità, categoria di rischio o un tasso di rendimento garantito (artt. 2, par. 1 lett. c); 3, par. 4-5; 6, par. 1). Per tale servizio, basato appunto su un mandato discrezionale, non è richiesta la conferma dell’ordine da parte dell’investitore (al contrario di tutti gli altri servizi) e il fornitore dovrà adottare tutte le misure necessarie per ottenere il miglior risultato possibile per l’investitore e comunicare a questi il suo processo decisionale (art. 3, par. 4-5). Peraltro, la Commissione europea ed ESMA hanno espressamente interpretato tale servizio come servizio

⁵⁵ Nel modello di domanda di autorizzazione contenuto nel Regolamento delegato (UE) n. 2022/2112, il servizio di “*application of credit scores to crowdfunding projects*” è elencato al punto 5, lett. c) tra gli “altri servizi che il fornitore intende fornire”, insieme ai servizi di pagamento, custodia o gestione di bacheche elettroniche, uso di SPV, etc.

accessorio, invece che come servizio di crowdfunding “core”⁵⁶. Nel Regolamento viene anche precisato (considerando 20) che i modelli nei quali l’allocazione dei fondi è automatica e basata su parametri prescelti dall’investitore (c.d. auto-investimento) sono da assimilarsi alla gestione individuale di portafogli di prestiti e quindi assoggettati alle stesse regole aggiuntive. Nel nuovo regime, quindi, trovano riconoscimento ufficiale i modelli di *auto-bid*, diffusi nel settore *lending* specialmente in altri paesi (Stati Uniti, Cina e Regno Unito) ma impiegati anche dalle piattaforme italiane (in particolare nel segmento *consumer lending*) pur nell’incertezza normativa (sembrando contrari al requisito di trattative private imposto da Banca d’Italia), spesso in alternativa anche parziale alla scelta diretta⁵⁷. Entrambi tali modelli, benché sottoposti a regole più severe, potranno rappresentare un’opportunità in più per le piattaforme italiane, soprattutto quelle di dimensioni maggiori e con un’organizzazione sofisticata⁵⁸.

Uno dei principali problemi dell’investimento in start-up e *seed companies* è costituito dall’illiquidità dell’investimento, non potendo fare affidamento per l’*exit* su sedi di negoziazioni⁵⁹ ma solo sul diritto

⁵⁶ Cfr. ESMA, *Q&A*, cit., n. 3.2.

⁵⁷ Per dati sull’impiego dei modelli “diffusi” o di diversificazione automatica o *auto-bid* in Italia, cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI et al., *Marketplace lending*, cit., 116-117; POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *6° Report italiano sul CrowdInvesting*, (luglio 2021), 41, <https://www.osservatoriefi.it/efi/wp-content/uploads/2021/07/REPORT2021.pdf>. Tali modelli di investimento “automatico” erano avvolti da incertezza normativa anche in Francia ed espressamente vietati in Spagna e Norvegia: cfr. E. MACCHIAVELLO, *Conclusions*, cit., 808 ss.

⁵⁸ Su tale servizio cfr. S. MEZZACAPO, *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 *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 113-129; A. MINTO-N. 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.

⁵⁹ Gli strumenti emessi da PMI non possono essere, per disposizione legislativa, se emessi da start-up e PMI innovative, offerti su mercati regolamentati o, se emessi dalle sole start-up, su sistemi multilaterali di negoziazione, nemmeno in fase di successiva vendita, mentre per le restanti PMI l’accesso a sedi di negoziazione regolamentate appare nella pratica escluso dai costi che ciò comporta: M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, (febbraio 2019),

di *tag-along* o recesso in caso di cambio di controllo (*infra*, § 12.2). Il previgente art. 50-*quinquies*, comma 2, t.u.f., riferendosi agli ordini ricevuti dai portali, parlava di ordini sia di sottoscrizione che di vendita, creando secondo alcuni le basi per la futura costituzione di mercati secondari⁶⁰. Tuttavia, il successivo art. 100-*ter* t.u.f. (che limitava l’offerta attraverso i portali alla sola sottoscrizione) e la tendenziale interpretazione restrittiva di *MiFID II* (escludente esenzioni per la costituzione di sedi alternative e non autorizzate di negoziazione)⁶¹ hanno invece militato a sfavore di tale possibilità. In risposta all’esigenza di liquidità, una riforma del regolamento Consob *crowdfunding* del 2019, al fine di aumentare la liquidità dei prodotti di *crowdfunding*, aveva previsto la possibilità esplicita per le piattaforme di offrire il servizio - considerato connesso/accessorio - di predisporre “bacheche elettroniche”, cioè sistemi di pubblicazione delle manifestazioni di interesse degli utenti alla compravendita di strumenti previamente sottoscritti attraverso la piattaforma (previgente art. 25-*bis* regol. Consob *crowdfunding*), da collocarsi in una sezione separata del portale. È intuitivo - e già in passato discusso⁶² -, come la linea di

http://www.dirittobancario.it/sites/default/files/allegati/de_mari_m._equity_crowdfunding_pmi_non_quotate_e_mercati_secondari_una_lacuna_da_colmare_2019.pdf.

⁶⁰ ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 – L’impresa start up innovativa*, in *Riv. Not.*, 2013, III, 544, 547.

⁶¹ In tal senso, M. DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate*, cit.; ID., *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, 96 ss. e 157; cfr. anche A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 699; S. GUIZZARDI, *L’impresa start up innovativa costituita in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2016, I, 549.

⁶² Il CESR (il comitato europeo del settore precedente alla costituzione dell’ESMA) escludeva dal novero dei mercati (anche alternativi) solo i “*passive bulletin boards*” o “*advertising systems*”, nei quali «participants contract each other outside the system (i.e. not under the system’s rules and not by means of the system’s protocols or internal operating procedures)» e i “*bilateral systems*”, cioè «those systems where a single entity enters into every trade entered through the system, on own account and not as a riskless counterparty interposed between the buyer and seller»: CESR, *Standards for alternative trading systems*, (July 2002), CESR/02-086b, 4 ss., https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/1-02_086b.pdf. Cfr. anche considerando 8 MiFIR: «[OTF] *should not include facilities where there is no genuine trade execution or arranging taking place in the system, such as bulletin boards used for advertising buying and selling interests [...]*». Per

confine tra queste “bacheche” e mercati appaia sottile, correndosi così il rischio di svolgimento di un’attività riservata senza la dovuta autorizzazione. Il regolamento Consob precisava perciò che tali bacheche, al fine di non violare riserve di legge e in linea con la normativa europea, dovessero consistere nella mera “pubblicazione di manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari, che siano stati oggetto di offerte concluse con successo nell’ambito di una campagna di *crowdfunding* svolta sul proprio portale” e quindi, ad esempio, non dovessero presentare un insieme di regole (anche in forma di sistema tecnologico-algoritmico) che permetta l’incrocio tra domanda e offerta (*matching*) e agevoli la conclusione dei contratti, la quale deve avvenire al di fuori della piattaforma⁶³. L’autorità italiana ha anche interpretato tali disposizioni in maniera estremamente restrittiva, escludendo, ad esempio, la possibilità del gestore di usare filtri, fornire alle parti contratti standard o di creare sistemi di comunicazione aperta tra gli utenti (permettendosi solo “comunicazione in forma riservata dei dati relativi ai soggetti interessati al trasferimento degli strumenti finanziari”)⁶⁴, così limitando fortemente l’utilità di tali bacheche.

una discussione più approfondita sul punto, cfr. E. MACCHIAVELLO, *The European*, cit., 573 ss.

⁶³ In tal senso cfr. recentemente anche ESMA, *MiFID II Review Report - MiFID II review report on the functioning of Organised Trading Facilities (OTF)*, (23 March 2021) ESMA70-156-4225, 27 ss. In particolare, a pagina 29, ESMA proponeva di inserire nella *MiFID II* la seguente definizione di *bulletin board*: «a) an interface that only aggregates and broadcasts buying and selling interests in financial instruments (including financial securities registered in a distributed ledger); b) the system neither allows for the communication or negotiation between advertising parties, including any notification of any potential match between buying and selling interests in the system, nor imposes the mandatory use of tools of affiliated companies; and, c) there is no possibility of execution or the bringing together of buying and selling interests in the system».

⁶⁴ Cfr. CONSOB, *Modifiche*, cit., 12-13: «I soggetti potenzialmente interessati all’annuncio potrebbero, quindi, reperire i contatti telefonici o l’indirizzo *e-mail* dell’offerente, utilizzando un apposito link reso disponibile sulla pagina della bacheca. Il contatto tra i soggetti avverrebbe al di fuori della piattaforma, così come l’eventuale perfezionamento del contratto avverrebbe a seguito di una trattativa bilaterale tra i due soggetti che non coinvolgerebbe il gestore del portale. Lo stesso gestore non avrebbe dunque alcuna evidenza di eventuali trattative né dell’eventuale finalizzazione delle stesse»; «il gestore non potrà svolgere attività volte ad agevolare il contatto tra soggetti potenzialmente interessati quali: la presentazione all’offerente

Nell'ambito del Regol. UE 1503/2020 si permette ugualmente ai fornitori di «gestire una bacheca elettronica sulla quale consentono ai propri clienti di pubblicizzare l'interesse per l'acquisto e la vendita di prestiti, di valori mobiliari o di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* inizialmente offerti sulle medesime piattaforme di *crowdfunding*» (art. 25, par. 1 e considerando 55)⁶⁵. Non è chiara la classificazione del servizio di gestione di bacheche elettroniche ma sembra non poter essere qualificato come “*core crowdfunding service*” con la conseguenza di non essere coperto da riserva di attività né dal passaporto europeo⁶⁶. Le condizioni per creare tali bacheche elettroniche sono restrittive e simili al regime italiano (anche perché derivanti dall'interpretazione della normativa europea), dovendosi escludere qualunque possibilità di *matching*, conclusione del contratto ed esecuzione degli ordini attraverso la piattaforma⁶⁷, con alcune differenze: a livello europeo si sono assoggettati alle stesse anche i prestiti intermediati (altrimenti esclusi in linea di principio dall'ambito *MiFID II/MiFIR*) e stabilito che tali sistemi possano anche indicare un prezzo suggerito a patto di precisare la natura non vincolante dello stesso; inoltre, i fornitori hanno l'obbligo aggiuntivo di assicurarsi che

di un soggetto potenzialmente interessato; il *filtro* degli annunci pubblicati, così da rendere visibili a certi gruppi di aderenti al servizio di bacheca elettronica solamente quelle offerte che potrebbero essere per loro maggiormente interessanti; la messa a disposizione di *sistemi di comunicazione* nell'ambito della bacheca elettronica. Allo stesso modo, il gestore non potrà porre in essere attività utili a favorire la conclusione del contratto quali: il coinvolgimento nella trattativa; la predisposizione di *moduli standard* per i contratti; la segnalazione di professionisti per la definizione dei contratti; il trasferimento della titolarità degli strumenti e il regolamento delle operazioni» (corsivo aggiunto).

⁶⁵ Rimane esclusa la possibilità di scambiare prodotti di *crowdfunding* sottoscritti originariamente su altre piattaforme: M. GARGANTINI, *Secondary markets for crowdfunding: bulletin boards (Art 25)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 359. Sul tema cfr. anche M. SEPE, *Le offerte di crowdfunding tra mercato primario e secondario: il regime delle bacheche elettroniche e la circolazione delle quote di S.r.l.*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 184.

⁶⁶ Esso è elencato nel *template* contenuto negli standard tecnici (*RTS*) tra gli “*other services or activities*” insieme a servizi di pagamento, gestione di portafogli di prestiti e *pricing*: E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 65; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 353.

⁶⁷ Cfr. anche A. HAKVOORT, *Secondary Trading of Crowdfunding Investments*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI–M. LOUISSE (a cura di), cit.; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 353 ss.

gli investitori non sofisticati ricevano il *KIIS* e siano avvertiti della natura delle bacheche (distinta da quella di *MTF/OTF*) e, nel caso di prestiti, di comunicarne ai potenziali acquirenti la *performance* (v. *infra* §10); infine, non si è espressamente escluso – e rimane dunque incerto – che i fornitori di *crowdfunding* possano fornire contratti standard alle parti e creare sistemi di comunicazione diretta bilaterale tra i partecipanti: mentre il primo servizio sembra ammissibile (in aggiunta all'uso di filtri e al contrario del previgente regime italiano), il secondo dovrebbe essere escluso⁶⁸. Ad ogni modo, le regole sul trasferimento dei titoli rimangono nazionali per cui l'effettività di tali sistemi dipenderà molto anche da queste.

Viene comunque confermato il regime dematerializzato (e quindi economicamente più conveniente) alternativo e semplificato (rispetto a quelli tradizionali di cui all'art. 2470, comma 2, c.c. e all'art. 36, comma 1-*bis*, del D.L. 25 giugno 2008) di circolazione delle quote di s.r.l. introdotto nel 2015 nel nostro ordinamento attraverso l'art. 100-*ter* t.u.f. Tale regime – comunque non privo di difficoltà pratiche, teoriche e di implicazioni sistematiche⁶⁹ - permette il trasferimento delle quote (oltre che la sottoscrizione) di s.r.l., in deroga ai generali divieti, di chi abbia acquistato attraverso piattaforma di *crowdfunding* (purché, ora, solo nei limiti del Regol. UE 1503/2020): il trasferimento avviene, senza necessità di contratto scritto, attraverso semplice annotazione presso un intermediario abilitato ai servizi di negoziazione, ricezione e

⁶⁸ Cfr. A. HAKVOORT, *Secondary*, cit., 274-284; E. MACCHIAVELLO, *The Crowdfunding*, cit., 574; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 359. Ad ogni modo, si è anticipato, ESMA, nella sua proposta di definizione di *bulletin board* (*MiFID II Review Report*, 29) sembra escludere implicitamente anche i sistemi di comunicazione bilaterali ed ammettere solo l'indicazione dei contatti degli utenti (per permettere la comunicazione bilaterale ma esterna alla piattaforma).

⁶⁹ In materia, cfr. R. DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 (che assimila tale nuovo sistema a quello statunitense di gestione delle azioni depositate in custodia ed amministrazione presso intermediari); I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e la c.d. «dematerializzazione» delle quote di s.r.l.*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2016, 1, 537; M. CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2018, 1266; V. DE STASIO, *op. cit.*, 2373; G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirompenti*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 2019, 67, 91-93.

trasmissione di ordini ed esecuzione, che abbia preventivamente acquistato per conto dell'investitore ma in nome proprio, in forza di un mandato senza rappresentanza, potendo l'investitore richiedere un attestato di conferma di titolarità delle quote (titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali) ed in ogni momento l'intestazione diretta (art. 100-*ter*, commi 2-5, t.u.f.).

Passando ad altre attività ammesse, i gestori di portali non potevano svolgere attività riservata ad altri (servizi di investimento, raccolta del risparmio, servizi di pagamento, ecc.), come già anticipato. In particolare, il quarto comma dell'art. 50-*quinquies* vietava espressamente agli stessi, di detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi per limitare il rischio di frodi, di azioni esecutive a danno degli investitori da parte dei creditori della piattaforma e, più in generale, di confusione dei patrimoni con conseguente rischio di violazione della riserva bancaria sulla raccolta del risparmio presso il pubblico. I fondi ricevuti dagli utenti e destinati agli emittenti dovevano quindi essere depositati presso gli intermediari tradizionali che si sarebbero occupati dell'esecuzione degli ordini in un conto indisponibile (e quindi non aggredibile dai creditori dell'impresa emittente) destinato all'offerente e trasferiti allo stesso solo una volta perfezionata l'offerta⁷⁰ e altrimenti restituiti agli investitori.

Ulteriori attività riservate ad altri operatori, quali servizi di investimento diversi da quelli inclusi (ad esempio, consulenza in materia di investimenti e gestione individuale di portafogli di investimento), attività bancaria, servizi di pagamento, di custodia di strumenti, ecc. non possono essere forniti di per sé dai fornitori di *crowdfunding*, ma questi possono condurre congiuntamente tali attività ottenendo separatamente le relative autorizzazioni (art. 10, 23, par. 16). Infine, essi potranno svolgere altre attività non riservate nel rispetto delle relative normative italiane ed europee, non dovendo avere un

⁷⁰ Il perfezionamento dell'offerta corrispondeva al raggiungimento del target minimo e sottoscrizione di almeno il 5% dell'offerta da parte di investitori professionali e assimilati (previgente art. 17, comma. 6, e art. 25, comma 1, regol. Consob *crowdfunding*). Anche la qualifica di socio sarebbe conseguita dall'investitore solo al momento in cui l'operazione di *crowdfunding* si fosse perfezionata e fosse andata effettivamente in porto: E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le PMI innovative*, in *Giur. it.*, 2016, 10, 2287, 2306.

oggetto sociale esclusivo: i gestori italiani, quindi, potranno adottare diversi *business model*, specificando nella domanda di autorizzazione quali altri servizi aggiuntivi intendono svolgere.

4. Tipi di prodotti coperti ed emittenti.

4.1. Azioni e quote (capitale di rischio).

Gli investimenti facilitati dalle piattaforme potevano inizialmente consistere, ai sensi dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. come integrato dal Decreto Crescita *Bis*, unicamente nella sottoscrizione di azioni o quote rappresentative di capitale sociale e solamente ove emesse da start-up innovative ad alto valore tecnologico⁷¹: tale riforma, benché epocale comportando l'offerta al pubblico anche di quote di un particolare tipo di s.r.l. (con corrispondente espressa deroga all'art. 2468 c.c.) comportava l'utilizzabilità dello strumento dell'*equity crowdfunding* solo ad un numero molto limitato di società, ed ebbe dunque scarso successo nella pratica (anche a causa della rigidità delle norme)⁷². Il

⁷¹ In base all'art. 25, comma 2, Decreto Crescita *bis* per start-up innovative s'intendono le società di capitali, anche in forma cooperativa, o *societas europea* con sede in Italia (o altro Stato membro ma una sede produttiva o filiale in Italia), aventi azioni o quote non quotate su mercati regolamentati né negoziate su sistemi multilaterali di negoziazione (di seguito, SMN) e determinate caratteristiche volte ad individuare un'impresa giovane (meno di 48 mesi – dal 2015 aumentati a 60 -, controllata dai fondatori e non frutto di operazioni straordinarie di imprese già esistenti), in fase ancora di sviluppo (valore della produzione annua dal secondo anno inferiore a €5 milioni e non ancora distribuite utili), tecnologica (il cui oggetto sociale prevalente consista nello sviluppo, la «produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico» ed innovativa (con almeno il 15% del maggiore tra fatturato e costi annui ascrivibile ad attività di ricerca e sviluppo oppure forza lavoro/soci ricercatori/laureati – almeno 1/3 della forza lavoro composta da dottorandi, dottori di ricerca o ricercatori oppure per almeno 2/3 da soci o collaboratori a qualsiasi titolo in possesso di laurea magistrale – o private industriali).

⁷² Per le prime critiche all'impianto normativo in materia, cfr. L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in AA.VV., *Aspetti giuridici del crowdfunding*; U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; C. NIGRO–V. SANTORO, *The Quest for Innovative Entrepreneurship and the Italian Regime for Equity Crowdfunding*, in *European Company Law*, 2014, 11, 5, 229; V. SANTORO–E. TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovative*, in *Riv. dir. banc.*, 24,

Decreto *Investment Compact* del 2015 era quindi intervenuto per estendere la disciplina anche alle piccole e medie imprese (PMI) innovative⁷³ e agli organismi di investimento collettivo del risparmio o alle altre società di capitali (OICR e SICAV) che investono prevalentemente in start-up innovative ed in PMI innovative⁷⁴. La legge di Stabilità 2017 (con le modifiche anche apportate dal relativo Decreto Correttivo) ha poi esteso la possibilità di offrire le proprie azioni o quote attraverso portali online a tutte le PMI⁷⁵ che, a seguito delle modifiche

2014, 10; E. D'IPPOLITO-M. MUSITELLI-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *op. cit.*; E. MACCHIAVELLO, *Peer-to-peer lending ed informazione*, cit., 262, 287-288; E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit., 302-303. A maggio 2015 risultavano iscritte nell'apposita sezione del registro delle imprese solo 3.883 start-up innovative delle quali solo 18, cioè lo 0,46%, hanno fatto ricorso all'*equity crowdfunding* e al 31 marzo 2015 risultavano raccolti solo €1.307.780 attraverso tre portali (nel registro erano iscritti quindici gestori ma solo sei risultavano operativi e di questi solo tre hanno pubblicato offerte concluse con successo): MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, (settembre 2015), 98, http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/documenti/Relazione_2015_al_Parlamento-Startup_e_PMI_innovative.pdf.

⁷³ Ai sensi dell'art. 4, comma 1, d.l. 3/2015, per PMI innovative s'intendono le società di capitali anche in forma cooperativa con sede in Italia (o altro Stato membro ma almeno una sede produttiva o filiale in Italia), non iscritte nel registro delle start-up innovative, con ultimo bilancio certificato, meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a €50 milioni o un bilancio inferiore a €43 milioni (cfr. Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361), azioni non quotate in mercati regolamentati, carattere innovativo cioè che rispetti almeno due dei seguenti tre requisiti: un certo livello di spesa in sviluppo e ricerca (3% della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione), impiego di ricercatori/laureati (dottori di ricerca o ricercatori per 1/5 della forza lavoro complessiva oppure laureati magistrali per 1/3) o private industriali.

⁷⁴ L'art. 1, comma 2, lettere e) e f) D.M. 30 gennaio 2014 definiva questi organismi come coloro che detengono azioni o quote di start-up e PMI innovative di valore almeno pari al 70% del valore complessivo degli investimenti in strumenti finanziari risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio. Le definizioni sono state poi inserite nel (previgente) regol. Consob *crowdfunding* (art. 2, comma 1, lettere e-ter) e e-quater) e modificate per dar conto dell'estensione a tutte le PMI con delibera Consob n. 21110/2019.

⁷⁵ Ad ogni modo, tra gli offerenti attraverso portali risultano attualmente ancora prevalenti le start-up innovative ma il numero di PMI è stato in forte crescita negli ultimi anni: al 30 giugno 2021 risultavano 502 start-up innovative, 89 PMI innovative, 45 veicoli di investimento e 106 PMI non innovative (POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 6° *Report italiano sul*

apportate dal d.lgs. 129/2017 (in recepimento della *MiFID II*) sono da identificarsi, in base all'articolo 2, paragrafo 1, lettera f), primo alinea, del Regolamento Prospetto UE/2017/1129, con le «società che in base al loro più recente bilancio annuale o consolidato soddisfino almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 EUR e fatturato netto annuale non superiore a 50 000 000 EUR»⁷⁶. Il d.lgs. 112/2017 ha invece ammesso tra gli offerenti anche le imprese sociali, solo se costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa (limitazione conseguente alla tipologia di partecipazioni offribili attraverso portali)⁷⁷. In quanto

CrowdInvesting, cit., 25-26); al 30 giugno 2023, invece, si registravano 691 startup innovative (62% del campione) (di cui 660 s.r.l., 10 società agricole, 19 S.p.A. e 2 società estere), 132 PMI innovative (12%) (di cui 118 S.r.l., 1 società agricola e 13 S.p.A.), 194 PMI (18%) (tutte S.r.l. tranne 8 S.p.A. e 2 società agricole), 93 veicoli di investimento (8%) ma guardando ai dati solamente dell'ultimo anno, le PMI hanno guadagnato ulteriore terreno (PMI innovative 13%; PMI 26%) anche se continuano a prevalere le startup innovative (56%): POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, 8° *Report italiano sul CrowdInvesting*, cit., 24-25.

⁷⁶ Inizialmente le PMI erano da identificarsi sulla base della Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361 cioè con le imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a €50 milioni o un bilancio inferiore a €43 milioni. Invece, il Decreto 129/2017 ha inserito nella definizione di gestore di portale di cui al previgente art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f., un rimando per la definizione di piccole e medie imprese al Regolamento Prospetto, modificando altresì l'indicazione "PMI" nella forma estesa "piccole e medie imprese" per distinguerle dalle PMI quotate definite dall'art. 1, comma 1, lettera w-*quater*, t.u.f.. Queste ultime, infatti, sono definite attualmente (dopo diversi interventi normativi, da ultimo L. 21/2024) come, fatto salvo quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese «emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo euro». La revisione del 2019 del regolamento Consob *crowdfunding* aveva inoltre precisato che emittenti potevano essere le PMI in forma societaria non solo italiane ma anche di altri Stati Membri o di stati aderenti agli accordi sullo Spazio Economico Europeo (previgente art. 2, comma 1, lett. c, 01).

⁷⁷ Per imprese sociali, ai sensi dell'art. 1, comma 1, d.lgs. 112/2017 (cui rimanda l'art. 1, comma 5-*duodecies*, t.u.f.) s'intendono «enti privati, inclusi quelli costituiti nelle forme di cui al libro V del codice civile, che, in conformità alle disposizioni del [...] decreto, esercitano in via stabile e principale un'attività d'impresa di interesse generale, senza scopo di lucro e per finalità civiche, solidaristiche e di utilità sociale, adottando modalità di gestione responsabili e trasparenti e favorendo il più ampio coinvolgimento dei lavoratori, degli utenti e di altri soggetti interessati alle loro

imprese sociali, le società in questione subiscono peraltro per legge forti limitazioni in quanto a distribuzione dei dividendi e altre forme di remunerazione di investimenti e dipendenti e rimborsi⁷⁸.

In conclusione, tra le azioni e quote coperte dal regime speciali si ricomprendevano dunque le azioni di s.p.a. e di società cooperative, le quote di s.r.l. PMI (incluse PMI innovative, start-up innovative, a vocazione sociale e turismo) e quote di OICR o SICAV che investano prevalentemente (almeno il 70% del raccolto) in PMI. Si discuteva invece in dottrina sulla sussumibilità in tale categoria anche degli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 u.c. c.c.⁷⁹: i primi

attività». Il successivo comma 2 precisa che «[n]on possono acquisire la qualifica di impresa sociale le società costituite da un unico socio persona fisica, le amministrazioni pubbliche di cui all'articolo 1, comma 2, del decreto legislativo 30 marzo 2001, n. 165, e successive modificazioni, e gli enti i cui atti costitutivi limitino, anche indirettamente, l'erogazione dei beni e dei servizi in favore dei soli soci o associati» (ma le cooperative sociali e i consorzi di cui alla legge 8 novembre 1991, n. 381, acquisiscono di diritto la qualifica di imprese sociali: comma 3).

⁷⁸ In base alle norme in materia di impresa sociale recentemente modificate, le imprese sociali in forma di enti del libro V del codice civile possono destinare solo una quota inferiore al 50% degli utili e degli avanzi di gestione annuali, dedotte eventuali perdite maturate negli esercizi precedenti, ad «aumento gratuito del capitale sociale sottoscritto e versato dai soci, nei limiti delle variazioni dell'indice nazionale generale annuo dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e di impiegati, calcolate dall'Istituto nazionale di statistica (ISTAT) per il periodo corrispondente a quello dell'esercizio sociale in cui gli utili e gli avanzi di gestione sono stati prodotti, oppure alla distribuzione, anche mediante aumento gratuito del capitale sociale o l'emissione di strumenti finanziari, di dividendi ai soci, in misura comunque non superiore all'interesse massimo dei buoni postali fruttiferi, aumentato di due punti e mezzo rispetto al capitale effettivamente versato». Limiti più larghi sono riconosciuti per la remunerazione degli strumenti finanziari diversi dalle azioni o quote (quindi non coperti dall'*equity crowdfunding*) in quanto a soggetti diversi da banche e intermediari finanziari autorizzati (per la cui remunerazione non esistono limiti) può essere riconosciuto un rendimento in misura non superiore «a due punti rispetto al limite massimo previsto per la distribuzione di dividendi» e la corresponsione di interessi passivi in dipendenza di prestiti di ogni specie non superiori di quattro punti al tasso annuo di riferimento quando a soggetti diversi dalle banche e dagli intermediari finanziari autorizzati mentre senza limiti se a questi ultimi (art. 3, comma 2, lettere c) e f) d.lgs. 112/2017).

⁷⁹ Gli strumenti finanziari partecipativi possono prevedere, come no, diritti amministrativi e sono considerati strumenti di rischio quando comportino partecipazione al rischio d'impresa: cfr. R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi*

commenti avevano ritenuto di escluderli attraverso un'interpretazione letterale delle norme, mentre altra parte della dottrina includeva gli strumenti in questione che avessero le caratteristiche di capitale di rischio (computati nel patrimonio netto) ma sembra aver prevalso (oltre che da preferire) la prima posizione restrittiva⁸⁰.

e non partecipativi, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA-G.B. PORTALE (diretto da), Torino, 2006, 733.

⁸⁰ Gli strumenti finanziari partecipativi sono emettabili anche da parte delle s.r.l. start-up innovative e PMI innovative ex art. 26, comma 7, Decreto Crescita *bis* ma non sembrano essere ricompresi tra gli strumenti che queste ultime possono offrire al pubblico in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c. Infatti, l'art. 26, comma 5, Decreto Crescita *bis* si riferisce solo alle "quote di partecipazione" mentre gli strumenti partecipativi in questione non si computano nel capitale e non possono attribuire il diritto di voto per le decisioni dei soci ex artt. 2479 e 2479-bis c.c. L'art. 2, comma 1, lett. h) del previgente regol. Consob *crowdfunding* definiva poi come strumenti finanziari ai fini della normativa sul *crowdfunding* solo «le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR». Su questo punto, cfr. M. DE MARI, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Milano, 2018, 152; E. FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, Milano, 2013, 83; A. LAUDONIO, *La folla e l'impresa: prime riflessioni sul crowdfunding*, V Convegno annuale dell'Associazione "Orizzonti del diritto commerciale", (Roma, 21-22 febbraio 2014), 30-32, http://www.rivistaodc.eu/media/34208/laudonio_-_la_folla_e_l_impresa_rivista_odc.pdf; A. GUACCERO, *La start-up innovativa*, cit., 710 (nota n. 35) e 715; N. COCCIA-A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Start up e P.M.I. innovative*, O. CAGNASSO-A. MAMBRIANI (a cura di), Bologna, 2020, 851 ss. *Contra*, M.L. VITALI (*Equity crowdfunding*, cit.) che suggeriva invece di includere gli strumenti partecipativi tra quelli offribili attraverso piattaforme quando questi presentassero le caratteristiche effettive di capitale di rischio. Cfr. anche ASSONIME, *Circolare n. 11*, cit., 544; N. ABRIANI, *Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. pmi: possibilità di razionalizzazione del sistema?*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, P. MONTALENTI-M. NOTARI (a cura di), Milano, 2020, 87 ss.; A. OTTOLIA, *L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Dir. banc. fin.*, 2014, 43, 50; S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up*, cit., 577-579 (la quale affermava che un'interpretazione che impedisse l'offerta al pubblico degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle PMI s.r.l. avrebbe frustrato la finalità della normativa consistente nell'espandere le opzioni di finanziamento delle PMI e nel permettere al fondatore di mantenere il controllo della società pur espandendo la base azionaria, restringendo l'uso degli strumenti finanziari partecipativi ai soli casi di *work for equity*). A favore dell'inclusione anche degli strumenti finanziari partecipativi dopo la riforma operata con la legge di bilancio 2019): E. FREGONARA,

Tale quadro ha subito rilevanti cambiamenti a seguito dell'adeguamento al Regol. UE 1503/2020. Il Regolamento in questione copre, in primo luogo, gli investimenti in valori mobiliari, come identificati ai sensi della *MiFID II* (cfr. il suo art. 4, paragrafo 1 n. 44, trasposto nell'elenco di cui all'allegato C del nostro t.u.f.) e secondo i criteri elaborati dai diversi Stati membri attraverso norme nazionali o interpretazioni delle autorità: nel nostro ordinamento sono quindi incluse senza dubbio le azioni di s.p.a. Le quote di s.r.l., invece, a causa del tradizionale divieto di incorporazione in titoli e di offerta al pubblico, non sono considerate nel nostro ordinamento valori mobiliari o strumenti finanziari (nonostante le discusse importanti esenzioni introdotte proprio con la normativa nazionale speciale *crowdfunding*) e sembrerebbero quindi escluse⁸¹. Tuttavia, proprio al fine di ovviare a simili ostacoli nei diversi ordinamenti nazionali, il Regol. UE 1503/2020 copre anche gli «strumenti ammissibili ai fini di *crowdfunding*», una nuova categoria identificata con le quote partecipative in società private a responsabilità limitata (ad esempio, proprio le s.r.l.) liberamente trasferibili non considerate però valori

Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, in *Orizzonti*, 2021, 1, 219, in particolare 237 (alla quale si rimanda anche per ulteriori riferimenti, oltre che a A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding*, cit.

⁸¹ A favore di una qualificazione invece come strumenti finanziari delle quote di s.r.l. oggetto di offerta al pubblico attraverso portali (cfr. anche definizione di «strumenti finanziari» all'art. 2, comma 1, lett. h) regol. *crowdfunding*): P. BENAZZO, voce «*Start-up e PMI innovative*», in *Digesto/comm.*, Torino, 2017, 481; S. GUIZZARDI, *L'impresa start up*, cit., 574 ss.; O. CAGNASSO, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. it.*, 2017, 2428; E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 675; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari*, in *Testo unico finanziario*, M. CERA-G. PRESTI (a cura di), Bologna, vol. I, 2020, 72 ss. *Contra*, a causa del persistente divieto di incorporare le quote di s.r.l. in titoli *ex art. 2468*, comma 1, c.c.: V. DE MARI, *Equity crowdfunding: PMI non quotate e mercati secondari*, cit., 4 (nota 8); F. ACCETTELLA-N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, cit., 53. Sulla questione cfr. anche V. DE STASIO, *op. cit.*, 2371-72. Sull'impatto delle deroghe anche in materia di *crowdfunding* sul tipo s.r.l., cfr. *ex multis* S. GUIZZARDI., *La s.r.l. innovativa*, in *La nuova società a responsabilità limitata*, M. BIONE-R. GUIDOTTI-E. PEDERZINI (a cura di), Appendice di aggiornamento 2016-2017, *Tratt. Dir. Comm. e dir. Pubbl. econ.*, Padova, 2017, 59 ss.; M. LAMANDINI-D. RAMOS MUÑOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 594; G.A. POLICARO, *Lo sviluppo in Italia*, cit., 81-82.

mobiliari nello Stato membro e comunicate dalle relative autorità nazionali come rientranti nella categoria in questione⁸². Nel valutare la libera trasferibilità, il Regolamento europeo chiede di tenere in conto eventuali «restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni»: le autorità italiane avrebbero potuto far rientrare nella categoria degli strumenti ammessi le sole quote di s.r.l. di PMI (per le quali era già vigente la deroga ai divieti di offerta al pubblico e creazione di categorie di quote contenuti nel codice civile) ma il nuovo art. 100-ter, comma 1, t.u.f. (come modificato dal d.lgs. 30/2023) ha esteso la deroga in questione all'art. 2648, comma 1, c.c. di offerta di prodotti finanziari «anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*» a tutte «le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata», nei limiti stabiliti dal Regol. UE 1503/2020⁸³. Nelle comunicazioni effettuate ad ESMA ai sensi dell'art. 2(3) Regol. UE è elencata la s.r.l. genericamente come tipo societario emittente di «strumenti finanziari ammessi»⁸⁴. L'ampiezza attuale della deroga all'art. 2648 c.c. potrebbe influire sul dibattito interno sulla qualificazione giuridica delle quote in questione, a maggior ragione se Consob decidesse nel prossimo futuro di includere le quote di s.r.l. tra gli strumenti finanziari «digitali» di cui al D.L. n. 25 del 17 marzo 2023, convertito con modificazioni dalla legge n. 52 del 10 maggio 2023 («Disposizioni urgenti in materia di emissioni e circolazione di determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech») e comunque in considerazione delle modifiche all'art. 26 del D.L. n. 179/2012 di cui «DDL Capitali» («Interventi a sostegno della competitività dei capitali», ora L. Capitali

⁸² Ogni Stato membro comunica all'ESMA i tipi di società e relative quote coperte dal Regolamento europeo (art. 2, par. 3): l'inclusione anche di quote non considerate valori mobiliari mirava a ridurre le disparità riconducibili alle differenze interpretative nazionali sul concetto di valore mobiliare ma la discrezionalità riconosciuta alle autorità nazionali da tale disposizione è capace di frustrare la *ratio*. *Amplius*: E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 59 ss.

⁸³ Auspicavano un tale allargamento: ITALIAFINTECH, CHIOMENTI, *Position Paper – Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, (7 maggio 2021), 22, <https://italiafintech.org/position-paper-sul-regolamento-ue-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese/>.

⁸⁴ Cfr. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf.

del 5 marzo 2024, n. 21) che ha previsto, tra l'altro, la dematerializzazione delle quote di PMI s.r.l..

Infine, guardandosi al *crowdfunding* come ad una forma di investimento diretto, i casi di utilizzabilità di società veicolo (*SPV*, intesa come «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 BCE) sono limitati ai casi di investimento in un unico bene indivisibile e illiquido (considerando 22 e art. 3, par. 6), cioè solo ai casi in cui tale struttura sia necessaria per offrire agli investitori un'opportunità di investimento altrimenti non accessibile agli stessi proprio a causa dell'indivisibilità del bene (per natura, restrizioni giuridiche o a causa dei costi) o alla natura illiquida (assenza di mercati o di valore/prezzo, alti costi di transazione, ecc.), e comunque solo nell'ambito dell'IBC (con l'esclusione quindi del LBC)⁸⁵. Ciò, in aggiunta alla non inclusione delle quote di OICR tra i valori mobiliari (l'allegato C al t.u.f. le elenca tra gli strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari), sembrerebbe portare ad escludere dal campo di applicazione del Regol. UE 1503/2020 l'offerta di quote di OICR attraverso portali⁸⁶ invece prima coperte espressamente dal regime italiano (ma i gestori di OICR potrebbero sempre investire attraverso le piattaforme o svolgere la loro attività sulla base della normativa ordinaria).

⁸⁵ Cfr. Anche ESMA, *Q&A*, cit., nn. 1.2, 1.4 e 1.5. Cfr. Anche S. HOOGHIEMSTRA, *The provision of crowdfunding services under the ECSPR (Art 3)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 75 ss. (che discute l'ammissibilità secondo il nuovo regime di diversi *business models* impiegati ad esempio in Germania, inclusa la cartolarizzazione di prestiti inizialmente concessi da una banca ad opera di una SPV e conseguente emissione di titoli di debito agli investitori).

⁸⁶ In tal senso, cfr. anche E. FREGONARA, *L'attuazione del regolamento europeo in materia di crowdfunding*, 6 aprile 2023, www.dirittobancario.it; U. PIATTELLI-S. CARUSO, *The impact*, cit., 701-702; E. 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. Sul tema cfr. anche S. HOOGHIEMSTRA, *The provision*, cit. e *Crowdfunding, alternative investment funds and the relationship between the ECSPR and the AIFMD*, entrambi in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit.

4.2. Titoli di debito.

La legge n. 145 del 30 dicembre 2018 aveva esteso il novero dei prodotti offribili attraverso i portali di *crowdfunding* anche alle obbligazioni e strumenti finanziari di debito delle PMI (*ex art. 5 L. 43/1994, inclusivi anche delle cambiali finanziarie*)⁸⁷, pur dovendosi ricorrere ad una sezione chiaramente separata degli stessi e con notevoli restrizioni di origine codicistica. Infatti, in base al previgente regol. Consob *crowdfunding* come modificato nel 2019, la sottoscrizione di titoli di debito di PMI s.r.l. rimaneva riservata agli investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale, in forza delle limitazioni di cui all'art. 2483 c.c., mentre le obbligazioni di PMI s.p.a. erano sottoscrivibili anche da investitori non professionali solo se rientranti in particolari categorie⁸⁸ e nel rispetto dei limiti fissati dal codice civile, cioè con emissioni entro il doppio del patrimonio sociale oppure garantite da ipoteca o destinate ad essere quotate su mercati regolamentati o SMN (cfr. art. 2412, commi 1, 3 e 5 c.c.). In particolare, le categorie di investitori cui era stato permesso sottoscrivere via portale obbligazioni di PMI s.p.a. erano identificate in (cfr. previgente art. 24, comma 2-*quater* regol. Consob *crowdfunding*): a) fondazioni bancarie, incubatori di start-up, investitori a supporto delle PMI (categorie già contemplate dal previgente art. 24, comma 2, regolamento Consob *crowdfunding* tra coloro la cui sottoscrizione della quota del 3% o 5% costituiva condizione di perfezionamento dell'offerta: v. *infra* §11.2);

⁸⁷ Cfr. anche CONSOB, *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione, delle conseguenze sulla regolamentazione, sull'attività delle imprese e degli operatori e sugli interessi degli investitori e dei risparmiatori. Modifica del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali tramite portali on-line per l'adeguamento alle novità introdotte dalla legge di bilancio 2019*, (18 ottobre 2019), 7.

⁸⁸ Trattandosi di offerte private, non rivolte al pubblico di *retail* o folla, A. BOLLETTINARI-E. FREGONARA (*Il crowdfunding*, in *Start up e P.M.I. innovative*, O. CAGNASSO-A. MAMBRIANI (diretto da), Bologna, 2020, 861) propongono di riferirsi a tali offerte con l'espressione "*debt crowdfunding*". Nello stesso senso: E. FREGONARA, *La start-up*, cit. 244-245; G.A. POLICARO, *Il debt crowdfunding. Un nuovo modello di finanziamento per le PMI in Italia*, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale* 2020, 16 (che è critico rispetto alla limitazione ai soli investitori professionali e sofisticati della sottoscrizione di obbligazioni di s.p.a., invece liberamente sottoscrivibili da parte di investitori non sofisticati al di fuori del *crowdfunding*: 171).

b) investitori non professionali con un portafoglio finanziario (compresi depositi di denaro) con controvalore superiore a € 250.000⁸⁹; *c*) investitori non professionali che investano almeno € 100.000 e dichiarino per iscritto di essere consapevoli dei rischi (cfr. disciplina EuVECA); *d*) investitori non professionali che investano nell'ambito di un servizio di gestione di portafogli o consulenza⁹⁰.

Con il passaggio al Regol. UE 1503/2020, le obbligazioni e titoli di debito, essendo considerati valori mobiliari *ex art. 1, comma 1-bis, lett. b*) t.u.f., rientrano di diritto nell'ambito di applicazione della disciplina europea sul *crowdfunding*, indipendentemente quindi da eventuali limitazioni in merito alle offerte al pubblico (al contrario degli "strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*")⁹¹. Con l'ultima sostituzione del regol. Consob *crowdfunding*, sembrerebbero cadute anche le regole ivi contenute, con specificazione sui soggetti e condizioni per la sottoscrizione di titoli di debito di s.p.a. e s.r.l. (così come, ovviamente, il requisito di creare una sezione separata per l'offerta) pur rimanendo in vigore le limitazioni contenute nel codice

⁸⁹ Tale categoria sembra riprendere la disciplina inglese dei FIA riservati e la figura degli *high net worth individuals*. Ai fini dell'attestazione di tale condizione, il soggetto interessato doveva presentare al gestore una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese di investimento da cui risulti il valore del portafoglio in questione (art. 24, comma 2-*quinquies* regol. *crowdfunding*).

⁹⁰ Tale categoria sembra trarre ispirazione dalla disciplina sull'*investment-based crowdfunding* britannica, nella quale però l'assistenza di un intermediario serve a superare il limite generale di investimento del 10% che qui invece non figura. Sulla disciplina inglese e a favore dell'introduzione anche nel nostro ordinamento di un limite massimo di investimento, cfr. M. MOZZARELLI, *op. cit.* Ai fini dell'accertamento della condizione di cui alla lettera in commento, l'intermediario finanziario che eroga il servizio di gestione portafogli avrebbe dovuto fornire una dichiarazione da cui risultasse di effettuare l'investimento per conto di un cliente mentre nel caso di servizio di consulenza ricevuto, il soggetto interessato avrebbe presentato la dichiarazione di adeguatezza rilasciata dall'intermediario (art. 24, comma 2-*quinquies*).

⁹¹ Sembrano interpretare diversamente ITALIAFINTECH-CHIOMENTI, *op. cit.*, 23, ove si considera la possibilità che i titoli di debito delle s.r.l. vengano esclusi dall'applicazione del Regolamento europeo come "strumenti ammessi" non liberamente trasferibili, a causa appunto delle restrizioni di offerta. Ad ogni modo, la competenza nazionale ad interpretare e fissare i criteri identificativi di valore mobiliare e strumento finanziario farà perdurare la frammentazione normativa e l'applicazione asimmetrica del Regol. UE 1593/2022: cfr. E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 61.

civile (di diritto societario, materia di esclusiva competenza nazionale). Come ribadito dall'attuale articolo 13 Regol. Consob *crowdfunding*, i gestori di piattaforme saranno dunque tenuti a verificare il rispetto dei limiti di cui agli artt. 2412 c.c. (s.p.a.) e 2483 c.c. (s.r.l.) (ed eventuale disciplina speciale applicabile): conseguentemente, le obbligazioni di s.p.a. potranno essere sottoscritte attraverso portali da investitori non professionali solo nel limite del doppio capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili, mentre, oltre tale limite, solo da investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale (che rispondono della solvenza in caso di successiva circolazione) o in caso di emissioni riservate, come espressamente previsto nelle condizioni di emissione, a investitori professionali ai sensi di leggi speciali (cfr. modifiche dell'art. 7 legge Capitali), oppure in caso di obbligazioni garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società (sino a due terzi del valore degli immobili medesimi) o di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione o che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni; per quanto riguarda i titoli di debito emessi da s.r.l., il gestore dovrà verificare che l'emissione sia prevista dallo Statuto/atto costitutivo della società e che i titoli di debito siano sottoscritti soltanto da investitori professionali ai sensi di norme speciali.

4.3. *Prestiti (alle imprese).*

Nell'ambito del *lending-based crowdfunding*, come anticipato, i prodotti coperti sono i prestiti a soggetti diversi dai consumatori e quindi i prestiti alle imprese (sia in forma collettiva che individuale). In particolare, prestito, ai sensi del regol. UE 1503/2020 è da intendersi come «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» (art. 2, paragrafo 2, lett. b): ciò dovrebbe quindi escludere

i prestiti non onerosi così come l'*invoice trading* nella forma di anticipo di un credito con corrispondente compravendita dello stesso⁹².

4.4. Altro – esclusione.

Il considerando 15 precisa che il regol. UE 1503/2020 non si applica alle *Initial Coin Offerings (ICO)*, senza fornire ulteriori chiarimenti: non è chiaro quindi se l'esclusione si riferisca a qualunque forma di *tokens* oppure solo, ad esempio, agli *utility tokens* o altri ora coperti dal Regolamento UE MiCAR. Dal momento che la recente revisione della MiFID II ha modificato la definizione di strumenti finanziari includendovi anche quelli emessi e circolanti su *DLT*, dovrebbe potersi affermare anche l'inclusione dei valori mobiliari *DLT* tra i prodotti coperti dal Regol. UE 1503/2020⁹³.

5. Dimensione dell'offerta ed altre esenzioni.

Nel previgente regime speciale italiano, l'offerta attraverso portali doveva avere un corrispettivo totale inferiore o uguale al limite fissato dalla Consob per l'esenzione generale dall'obbligo di prospetto delle

⁹² Stante tale definizione di prestito, in particolare come “obbligo incondizionato di rimborsare”, sembrano anche da escludersi, a seconda delle condizioni concrete dell'accordo, i *subordinated loans* e *profit-participation loans*, largamente usati nel mercato tedesco del *crowdfunding* e, in parte, portoghese: su tali aspetti cfr. E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 62-63; T. ASCHENBECK-L. ENGLER, *Authorisation procedure, scope of authorisation and register (Arts 12–14)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 205-206; K. WENZLAFF-A. ODOROVIĆ, *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, ibidem, 675-76, 682; D. PEREIRA DUARTE-J. DA COSTA LOPES, *The Portuguese crowdfunding regime and the impact of the ECSPR*, ibidem, 737, 746.

⁹³ Cfr. F. ANNUNZIATA–T. DE ARRUDA, *Crowdfunding and DLTs: the imperative need for more clarity*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 565-577. Curiosamente, la Consob aveva identificato le piattaforme di *crowdfunding* come modello base per veicolare le offerte di *tokens* diversi dagli strumenti finanziari (iniziativa normativa abbandonata dopo la presentazione della proposta europea MiCAR): CONSOB, *Le Offerte Iniziali e gli Scambi di Cripto-attività. Rapporto Finale*, (2 gennaio 2020), https://www.consob.it/documents/1912911/1938506/ICOs_rapp_fin_20200102.pdf/e83b06b8-6e7a-2dd7-9fe5-f742e9f2621e; cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *The Scope*, cit., 61; M. GARGANTINI, *op. cit.*, 359.

offerte di prodotti finanziari, corrispondente, fino alla vigenza della Direttiva Prospetto, a €5 milioni (art. 100-*ter*, comma 1, t.u.f. che rinvia all'art. 100, comma 1, lett. c) t.u.f.; art. 34-*ter*, comma 1, lett. c) regol. emittenti n. 11971/1999) ma innalzato, a seguito dell'adeguamento nazionale al Regolamento Prospetto UE/2017/1129, a €8 milioni (soglia corrispondente al nuovo limite di esenzione facoltativa del Regolamento in questione)⁹⁴.

Il Regol. UE 1503/2020, invece, ha fissato il limite massimo per il corrispettivo delle offerte in 12 mesi di nuovo a €5 milioni. Inoltre, nel calcolo vanno ora tenute in conto tutte le offerte di valori mobiliari, strumenti ammissibili e – in aggiunta - prestiti via piattaforma così come offerte di valori mobiliari effettuate fuori piattaforma ed esenti dall'obbligo di prospetto in forza dell'esenzione “*small offering*” (Art. 1, par. 2, lett. c)), con l'effetto di restringere ulteriormente la potenziale offerta complessiva rispetto al passato⁹⁵. La Finlandia ha invece scelto di applicare un regime speciale nazionale per le offerte di *crowdfunding* comprese tra €5 milioni e €8 milioni⁹⁶.

Il previgente regime italiano esentava espressamente sia imprese emittenti che intermediari coinvolti nell'operazione di *equity crowdfunding*, alle condizioni previste, dall'obbligo di redigere un prospetto informativo per l'offerta di prodotti finanziari (ric conducendolo nell'ambito di un'esenzione generale), dalla normativa in materia di servizi di investimento di derivazione *MiFID* (parte II, capo II, sezione II) e dalla normativa nazionale in materia di offerta a distanza di prodotti finanziari *ex art. 32* t.u.f., in quanto sottoposte ad una normativa speciale alternativa. In sede di adozione del Regol.

⁹⁴ La delibera Consob del 28 dicembre 2017, n. 20250 di modifica al regolamento emittenti in recepimento del Regolamento Prospetto aveva lasciato invariata la soglia in questione ma la più recente delibera Consob n. 20710 del 21 novembre 2018 ha alla fine innalzato la soglia a €8 milioni. Teoricamente, l'Italia avrebbe anche potuto decidere di fissare una soglia differenziata (ad esempio, più bassa ma superiore a €1 milione) per le offerte via portali rispetto al limite generale per le offerte di prodotti finanziari al pubblico (dovendo però modificare a tal fine l'art. 100-*ter*, comma 1, t.u.f. che invece al momento assimila le due ipotesi).

⁹⁵ Gli Stati Membri che abbiano fissato soglie più basse per l'esenzione generale da prospetto (tra €1 milione e €8 milioni in corrispettivo totale) potranno applicare quel limite inferiore anche alle offerte di *crowdfunding* ma solo per un periodo di 24 mesi decorrente dal 10 novembre 2021 (art. 49).

⁹⁶ E. HÄRKÖNEN-T. NEUMANN-C. HØJVANG CHRISTENSEN, *op. cit.*, 765-783.

1503/2020, sono state anche adottate simili esclusioni esplicite dal Regolamento Prospetto (art. 46 che modifica l'art. 1, par. 4, Regol. UE 2017/1129) e dalla Direttiva MiFID II (nuova lettera *p*) dell'art. 2, paragrafo 1, MiFID II, aggiunta dalla Direttiva 2020/1504)⁹⁷. Tuttavia, il legislatore italiano, nel recepire tali esenzioni (art. 100-ter, comma 10, t.u.f.), non ha ancora espressamente ribadito l'esenzione dall'art. 32 t.u.f.

PARTE III – UNA PANORAMICA DELLA DISCIPLINA.

6. Autorizzazione.

Il procedimento di autorizzazione per i gestori di portali ricalcava nelle linee generali quello previsto per le SIM (domanda con descrizione delle attività, della struttura organizzativa, requisiti di titolari di partecipazioni qualificate ed esponenti aziendali, vigilanza continua, ecc.) come del resto è stato richiesto dall'art. 3(2) *MiFID II* per gli intermediari esentanti (cfr. §3.1) ma i requisiti ed il procedimento autorizzativo delle SIM risultava più severo e dettagliato, sia a livello di documentazione ed informazioni richieste che di per sé di requisiti (cfr. i nuovi requisiti previsti per gli esponenti aziendali, le procedure interne per garantire il rispetto degli obblighi di correttezza e trasparenza, remunerazioni del personale, requisiti di capitale, etc.) e complesso, anche se da più parti si è sottolineato che i costi di *compliance* e vigilanza rimanevano simili, con conseguente ostacolo all'accesso al mercato⁹⁸. Il Regol. UE 1503/2020 mantiene anch'esso a modello l'autorizzazione prevista da MiFID II per le imprese di investimento con semplificazione e conseguente accorciamento dei tempi.

⁹⁷ L'art. 23(15) Regol. UE 1503/2020 ritiene inoltre i fornitori di servizi di *crowdfunding* adempienti all'obbligo di redigere un documento contenente le informazioni chiave a norma del Regol. UE n. 1286/2014 (PRIIP) qualora gli investitori abbiano già ricevuto il documento informativo richiesto dal Regol. UE 1503/2020 (KIIS, cfr. *infra* §10.2).

⁹⁸ Cfr. L. ENRIQUES, *op. cit.*, 72; V. DE STASIO, *op. cit.*, 2340. Cfr. anche V. LEMMA, *Crowdfunding e disintermediazione creditizia: dallo shadow banking system alla nuova riserva di attività*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 61.

6.1. *Soggetti richiedenti, autorità di vigilanza competente e passaporto.*

I portali di *investment-based crowdfunding* potevano essere gestiti in Italia da intermediari tradizionali autorizzati alla prestazione di servizi di investimento (c.d. gestori “di diritto”, iscritti in una sezione speciale dell’apposito registro tenuto dalla Consob)⁹⁹ o da operatori specializzati, «gestori di portali per la raccolta di capitali» che esercitassero professionalmente il servizio di gestione di portali e autorizzati da Consob (iscritti nella sezione ordinaria del registro tenuto dalla Consob, detti anche gestori “su richiesta”)¹⁰⁰. Tra i primi, la normativa ricomprendeva banche, SIM ed imprese di investimento UE e di paesi terzi ma anche gestori di OICR (SGR, Sicav e Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, gestori di EuVECA/EuSEF, gestori di ELTIF e fondo comune monetario¹⁰¹) con esclusivo riferimento alle offerte di azioni e quote di OICR/Sicav che investono prevalentemente in PMI ed imprese sociali¹⁰². Per essere iscritti nel registro, sezione speciale, era sufficiente una preventiva comunicazione contenente indicazione della denominazione sociale, sito internet e referente per la società.¹⁰³ La Consob, in quanto autorità di vigilanza, era deputata a ricevere sia comunicazioni periodiche¹⁰⁴ che comunicazioni al

⁹⁹ cfr. Previgenti art. 50-*quinquies*, comma 2, t.u.f. e art. 4, comma 2, regol. Consob n. 18592/2013.

¹⁰⁰ Al 3 giugno 2019, solo due gestori erano iscritti come gestori di diritto nella sezione speciale del registro Consob contro 30 gestori iscritti nella sezione ordinaria. Al 23 luglio 2021 così come al 30 giugno 2023, invece, non risultava iscritto nella sezione speciale alcun gestore di diritto (mentre i gestori iscritti della sezione ordinaria erano 51 nel 2021 e 48 nel 2023). Cfr. anche POLITECNICO DI MILANO-OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *6° report* e *8° report*, citt.

¹⁰¹ Cfr. art. 1, comma 1, lett. q-*bis* come modificato dal D.Lgs. n. 17/2021.

¹⁰² Ai sensi del previgente art. 2, comma 1, lett. e-*ter*) e e-*quater*), OICR che destinano almeno il 70% dei capitali raccolti in PMI e società di capitali le cui immobilizzazioni finanziarie, iscritte nell’ultimo bilancio depositato, sono costituite almeno al 70% da strumenti finanziari di PMI).

¹⁰³ Allegato 1, sez. B, previgente regol. Consob *crowdfunding*.

¹⁰⁴ Le comunicazioni periodiche riguardavano invece una relazione annuale sulle attività e strutture organizzative (che può essere omessa in caso di assenza di variazioni), dati sull’operatività del portale (contenenti almeno i dati aggregati relativi alle offerte dell’anno precedente), sui casi di discontinuità operativa (con relativa

verificarsi di certi eventi più o meno significativi (e anche solo interni all'organizzazione, quali, ad esempio, cambi di deleghe)¹⁰⁵, con la possibilità ulteriore per Consob di chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti, così come di effettuare ispezioni nonché, dopo il d.lgs. 129/2017 (che ha rafforzato i poteri dell'autorità), convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori (previgente art. 50-*quinquies*, comma 6). Tra i poteri cautelari, esisteva anche quello di sospensione dell'attività del gestore per un periodo non superiore a novanta giorni, in caso di necessità e urgenza e qualora sussistessero «fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob» (art. 22 previgente regol. Consob *crowdfunding*)¹⁰⁶, graduando proporzionalmente la misura in considerazione della gravità della condotta (in linea con la normativa SIM). Con riferimento al *lending-based crowdfunding*, invece, come già anticipato, la Banca d'Italia richiedeva, in assenza di disciplina speciale ed in via interpretativa attraverso le disposizioni in materia di raccolta non bancaria del risparmio, un'autorizzazione come banca, IP/IMEL o intermediari art. 106 t.u.b. autorizzati alla prestazione di servizi di pagamento (o, infine, gestore di patrimoni) ma molte piattaforme operavano nel nostro paese come agenti di istituti di pagamento europei¹⁰⁷. In ogni caso, i gestori di piattaforme non potevano beneficiare di un passaporto europeo per operare *cross-border*: quelli con autorizzazione come impresa di investimento, banca

durata e misure di ripristino), reclami scritti e misure conseguentemente prese (previgente art. 21 regol. Consob *crowdfunding*).

¹⁰⁵ Oltre che inizio, interruzione e riavvio dell'attività, variazioni dello statuto sociale, variazioni relative ai soggetti che detengono il controllo ed ai soggetti che svolgono le funzioni di amministrazione, direzione e controllo (loro deleghe e poteri, eventuale perdita dei requisiti e relative delibere di sospensione e di revoca): anche eventi, quindi, potenzialmente frequenti e meramente interni, con un aggravio di costi per i gestori.

¹⁰⁶ La versione previgente del regolamento limitava gli interventi cautelari ai casi di gravi violazioni atte a determinare la cancellazione dall'albo ma il testo da ultimo approvato ha eliminato tale ultimo inciso, con l'effetto di espandere i poteri sospensivi oltre i limitati gravi casi che determinerebbero la radiazione dall'albo.

¹⁰⁷ Al 30 giugno 2023 risultavano agenti di istituti di pagamento 2 su 4 piattaforme del comparto consumer lending, tutte quelle del comparto *business lending* non immobiliare e tutte tranne una (che è istituto di moneta elettronica) per il comparto immobiliare: cfr. POLIMI, 8° Report, cit., 43, 44, 48.

o IP/IMEL potevano in parte ricorrere al passaporto europeo riconosciuto dal rispettivo regime generale, col forte rischio, però, di incorrere in vari ostacoli a seconda del paese in cui operassero (ad esempio, a causa di regimi speciali o obblighi aggiuntivi per gli operatori di *crowdfunding*)¹⁰⁸.

Il Regol. UE 1503/2020 impone ora l'ottenimento dell'autorizzazione ai sensi del medesimo presso l'autorità nazionale competente (invece che l'ESMA come inizialmente proposto dalla Commissione) e l'iscrizione del registro tenuto presso ESMA a chiunque «intenda fornire servizi di *crowdfunding*» (art. 12, para. 1). Al contrario dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. per i gestori di portali italiani (e della MiFID II per le imprese di investimento), il Regolamento europeo sembra richiedere un'autorizzazione anche per l'offerta di servizi di *crowdfunding* in via occasionale, senza esercizio

¹⁰⁸ L'art. 24(12) *MiFID II* permette all'*host country* di imporre «in casi eccezionali, [...] requisiti aggiuntivi [...] obiettivamente giustificati e proporzionati vista la necessità di far fronte ai rischi specifici per la protezione degli investitori o l'integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura di mercato dello Stato membro interessato». Anche con riferimento alle attività non coperte dalla *MiFID* ma più generalmente dalle libertà del Trattato, la giurisprudenza comunitaria ha permesso agli Stati ospitanti di imporre requisiti ulteriori (soprattutto di condotta ma non necessariamente) restringendo le libertà riconosciute dal Trattato solo in caso di necessità di proteggere l'interesse generale o l'ordine pubblico del *host state* (c.d. "*general good test*"). Le regole in questione dovrebbero comunque essere non-discriminatorie, non ripetitive di norme dell'*home state*, oggettivamente necessarie a proteggere un certo "*imperative general good*" (quale la tutela del consumatore), proporzionate e non vertenti su aspetti già armonizzati a livello europeo. Per cui, se le imprese di investimento risultassero già soggette a norme protettive degli investitori in misura almeno pari a quelle di un eventuale diverso regime speciale nazionale sul *crowdfunding*, in linea di massima non si potrebbe impedire alle imprese di investimento comunitarie di svolgere tale attività nell'ambito del passaporto europeo. In materia di libertà fondamentali e regole nazionali, cfr. case 120/78 *Cassis de Dijon - Rewe Zentral AG c. Bundesmonopolverwaltung Fuer Branntwein* [1979] ECR 649; case 55/94 *Reinhard Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano* [1995] ECR I-4165; case 205/84 *Commission of the European Communities v Federal Republic of Germany* [1986] ECR 3775. Con specifico riguardo al mercato finanziario, case 384/93 *Alpine Investments v Minister Van Financien* [1995] ECR I-1141; Case C-101/94 *Commission of the European Union v Italy* [1996] ECR I-2691; Case C-442/02 *CaixaBank France v Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie* [2004] ECR I-8961. Cfr. anche N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford, 2014, 8-10; G. WALKER-R. PURVES, *Financial Services Law*, Oxford, 2014, 87-89.

professionale¹⁰⁹. Sono tenuti a presentare domanda anche i fornitori che operano solo a livello nazionale e i fornitori che già detengano un'autorizzazione bancaria o come impresa di investimento o come IP/IMEL (non bastando dunque più una semplice comunicazione di inizio attività come accadeva per i gestori di diritto italiani), pur richiedendo alle autorità nazionali competenti di non imporre a tali soggetti di fornire informazioni o documenti già forniti se ancora validi/aggiornati (considerando 35 e art. 12, par. 14). L'autorizzazione va richiesta all'autorità competente nazionale del luogo di stabilimento che sarà anche l'autorità di vigilanza e deputata a ricevere comunicazioni su eventuali modifiche sostanziali delle condizioni di autorizzazione (art. 15 Regol. UE 1503/2020 e art. 7, comma 1, regol. Consob *crowdfunding* 2023). I paesi membri possono ripartire le funzioni tra più autorità nazionali ma devono designarne una sola come punto di contatto unico per i rapporti con le altre autorità e con ESMA (art. 29, para 1): l'Italia ha designato come punto di contatto unico Consob ma, attraverso il D.lgs. 30/2023 ha deciso di ripartire internamente le competenze tra Banca d'Italia e Consob secondo il criterio tradizionale per "finalità" con un correttivo e sulla base di un protocollo quadro e obblighi di coordinamento (art. 4-*sexies*.1, commi 7-8, t.u.f.). In conseguenza, Banca d'Italia è competente per assicurare la stabilità e sana e prudente gestione (quindi per l'applicazione del regolamento europeo nelle materie di adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio, governo societario e organizzazione, verifiche sui *project owners*), mentre Consob per la trasparenza e correttezza (in particolare con riferimento agli obblighi di condotta dei fornitori e identificazione delle regole di *marketing*)¹¹⁰. Tuttavia, il decreto di attuazione ha anche introdotto una ripartizione inattesa:

¹⁰⁹ Cfr. M. LOUISSE-A. PASARIBU, *Authorization and Supervision of Crowdfunding Service Providers*, in *The EU crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI-M. LOUISSE (a cura di), cit., 143-144.

¹¹⁰ Art. 4-*sexies*.1, commi 1 e 5 ss., t.u.f. (aggiunto dal D.lgs. 30/2023). In alternativa, benché non in linea con i criteri di riparto tradizionali, si sarebbe potuto scegliere una sola delle due autorità come competenti oppure ripartire la competenza per tipologia di attività (*lending crowdfunding* a Banca d'Italia e *investment-crowdfunding* a Consob, sulla base del riparto di fatto esistente in precedenza nel settore *crowdfunding*). Su questo punto, nella lunga attesa del decreto attuativo, cfr. anche ITALIAFINTECH-CHIOMENTI, *op. cit.*, 25-26; U. PIATTELLI, *Il nuovo regolamento*, cit., 442.

Consob, in linea generale, è l'autorità competente a rilasciare (e revocare) l'autorizzazione in questione, sentita la Banca d'Italia, ma quest'ultima è competente a concedere (e revocare) l'autorizzazione dei fornitori di *crowdfunding* che già detengono un'autorizzazione come banca, IP/IMEL o intermediari art. 106 t.u.b. (sentita Consob), quindi con una deroga "per tipologia di ente"¹¹¹. Il grado di armonizzazione fissato dal Regol. 1503/2020 per quanto attiene alle procedure, formati e poteri delle autorità è molto elevato (cfr. artt. 30 ss., inclusivi del potere di effettuare ispezioni e comminare sanzioni amministrative almeno corrispondenti a quelle elencate nell'art. 39), potendo inoltre ESMA richiedere informazioni per assicurare coerenza nella concessione delle autorizzazioni (art. 12, para. 9), ma l'autorità nazionale ha discrezionalità nel graduare l'esercizio dei poteri di vigilanza in applicazione del principio di proporzionalità (art. 15), con potenziali differenze significative tra Stati. L'autorità competente ha anche il potere di sospendere in via cautelare, per massimo 10 giorni, un'offerta o le comunicazioni di *marketing* e trasferire i contratti ad altro intermediario in caso di revoca di autorizzazione del primo (artt. 30-31)¹¹². Ad ESMA viene peraltro assegnato il potere di intervenire con proprie misure, in caso di inerzia dell'autorità nazionale. Nell'ambito della vigilanza informativa, i fornitori di *crowdfunding* dovranno comunicare annualmente (entro fine gennaio) a Consob una serie di dati a fini statistici che verranno a loro volta trasmessi all'ESMA in forma anonima per la pubblicazione delle statistiche

¹¹¹ Art. 4-*sexies*.1, commi 3 e 4 t.u.f. (aggiunti dal D.lgs. 30/2023).

¹¹² I poteri sanzionatori, inizialmente oggetto del comma 7 dell'art. 50-*quinquies* e poi disciplinate a parte nel capo V titolo II t.u.f. con maggior potere discrezionale riconosciuto a Consob, rimangono ora disciplinati dagli artt. 190, comma 1-*bis* (attività senza autorizzazione) e 190-*quater* t.u.f. (svolgimento dell'attività in violazione delle condizioni poste dalla legge) come modificati dal d.lgs. 30/2023, richiamando l'art. 39 Regol. UE 1503/2020 per l'individuazione delle condotte rilevanti e limiti edittali (con la possibilità di raddoppiare le misure in caso di vantaggio superiore). Ulteriori indicazioni su esercizio dei poteri sanzionatori e procedura sono contenute negli artt. 40-43 Regol. UE 1503/2020. Cfr. K. SERDARIS, *Ex post enforcement of the EU crowdfunding regime: administrative sanctions and measures (Arts 39-43)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 455 ss.

annuali aggregate (art. 16 Regol. UE 1503/2020 e art. 7, comma 2, regol. Consob *crowdfunding* 2023)¹¹³.

La concessione dell'autorizzazione ai sensi del Regol. UE 1503/2020 permette anche di beneficiare di un passaporto europeo e quindi di offrire i servizi di *crowdfunding* in altri paesi membri (identificati nella domanda di autorizzazione), secondo una procedura che ricalca gli schemi usuali (cfr. MiFID II) ma pensata per servizi solo in libera prestazione di servizi (senza stabilimento di succursali in considerazione dell'attività attraverso piattaforme online) e con tempi più stretti (entro 15 giorni dalla prima comunicazione alla propria autorità di vigilanza si può iniziare l'attività estera)¹¹⁴. Tale passaporto vale solo per i servizi di *crowdfunding* coperti dal Regol. UE 1503/2020, per cui, per offrire servizi aggiuntivi, il fornitore autorizzato dovrà seguire le regole europee o nazionali previste per gli stessi (in quanto ad autorizzazioni richieste e requisiti)¹¹⁵. Non è previsto un regime per fornitori di *crowdfunding* di paesi terzi per cui gli stessi dovranno stabilire una sede in un paese europeo, cercare di sfruttare altri regimi o restringere il campo geografico di operatività e confidare in accordi con singoli paesi¹¹⁶.

¹¹³ La comunicazione avrà ad oggetto l'elenco dei progetti finanziati, specificando per ogni progetto: il titolare del progetto e l'importo raccolto; lo strumento emesso; informazioni aggregate sugli investitori (distinguendo sofisticati e non sofisticati e per residenza) e sull'importo investito. Sui poteri delle autorità competenti e di ESMA: F. CHIARELLI-L. DROGHINI-R. D'AMBROSIO, *Supervision and reporting obligations of crowdfunding service providers (Arts 15–16)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 229 ss.; N. DE ARRIBA-SELLIER, *From cooperation to coercion: the relationships between competent authorities under Articles 31, 34 and 37 ECSFR (Arts 31, 34, 37)*, ibidem, 391 ss.

¹¹⁴ Sul tema cfr. D. VALIANTE, *Foreword*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di) cit.; V. TORTORICI, *The EU passporting system for crowdfunding service providers: towards a new type of passport for digital financial services? (Art 18)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 252-265.

¹¹⁵ Cfr. anche M. LOUISSE-A. PASARIBU, *op. cit.*, 147; T. ASCHENBECK-L. ENGLER, *op. cit.*, 205.

¹¹⁶ *Amplius* su *Brexit* e trattamento dei fornitori di *crowdfunding* stabiliti in paesi terzi: E. MACCHIAVELLO, *The European*, cit., 579-81.

6.2. Requisiti per l'autorizzazione.

Tra i requisiti richiesti dal comma 3 dell'art. 50-*quinquies*, per la concessione dell'autorizzazione erano presenti la forma giuridica (di società di capitali, di società cooperativa o di società europea: lett. a) e la sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica (lett. b). Non sembrava essere espressamente richiesto un oggetto sociale esclusivo ma solo coerente con l'esercizio professionale del servizio di gestione di portali, potendosi quindi non solo gestire diversi portali ma anche svolgere altre attività economiche: tuttavia, dalla prassi si è segnalato un atteggiamento molto restrittivo manifestato da Consob sul ventaglio di attività svolgibili da parte dei gestori. Ad ogni modo, i gestori di portali dovevano creare portali di *investment-based crowdfunding* – con sezioni peraltro chiaramente separate per l'*equity* da un lato e per le obbligazioni/titoli di debito dall'altro - con oggetto esclusivo la facilitazione della raccolta di capitale di rischio e/o di titoli di debito e quindi dovendo eventualmente creare portali separati per le ulteriori attività di *peer-to-peer lending* o *donation-crowdfunding* o *reward-crowdfunding*¹¹⁷. Il Regol. UE 1503/2020 richiede ora che il fornitore

¹¹⁷ L'oggetto esclusivo non era infatti richiesto espressamente in alcuna norma: il primo comma dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. definiva il gestore di portali come «il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali ed è iscritto nel registro di cui al comma 2» ed il comma 3, alla lettera c) richiedeva, ai fini della concessione dell'autorizzazione, che il gestore avesse “oggetto sociale conforme” al comma 1. L'art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f., invece, imponeva la finalità esclusiva solo del portale del gestore («Per portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali, si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese [...], delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese»). Anche l'art. 2, comma 1, previgente regol. Consob *crowdfunding* distingueva il portale dal gestore, definendo il primo «la piattaforma *on line* che ha come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitali da parte degli offerenti» (lett d) e il secondo «il soggetto che esercita professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per gli offerenti ed è iscritto nell'apposito registro tenuto dalla Consob». *Contra*, a favore dell'interpretazione che impone al gestore oggetto esclusivo: V. DE

di servizi di *crowdfunding* abbia personalità giuridica e sede effettiva e stabile nell'Unione Europea, senza richiedere però alcuna particolare forma societaria né, come si è anticipato (§3.3), oggetto sociale esclusivo, potendosi svolgere ulteriori attività, anche non finanziarie, insieme a quelle di *crowdfunding*. I gestori di piattaforme di *lending-based crowdfunding* invece dovevano avere come oggetto sociale esclusivo lo svolgimento di attività finanziarie (se banche o intermediari *ex* 106 t.u.b.) o no (se IP/IMEL, potendo essere autorizzati anche come ibridi) a seconda dello status giuridico adottato.

Coloro che detenessero il controllo di gestori di portali di *investment-based crowdfunding* in Italia (o, in assenza, coloro che detenessero almeno il 20% del capitale sociale)¹¹⁸ dovevano essere in possesso dei requisiti di onorabilità fissati dalla Consob con l'art. 8 regol. Consob *crowdfunding*,¹¹⁹ il venir meno dei quali comportava la decadenza dall'autorizzazione salvo la ricostituzione degli stessi entro

STASIO, *op. cit.*, 2334; M. PINTO, L'“*equity based crowdfunding*” in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita, in *Società*, 2013, 818; N. DE LUCA-S. FURNARI-A. GENTILE, voce «Equity Crowdfunding», in *Digesto/comm.*, Torino, 2017, 166.

¹¹⁸ Il previgente art. 8, comma 2, regol. Consob *crowdfunding* specifica che «[o]ve il controllo o la partecipazione di cui al comma 1-bis siano detenuti tramite una o più persone giuridiche, i requisiti di onorabilità indicati nel comma 1 devono ricorrere per gli amministratori e il direttore generale ovvero per i soggetti che ricoprono cariche equivalenti, nonché per le persone fisiche che controllano tali persone giuridiche».

¹¹⁹ In particolare, i soci di controllo dovevano attestare l'assenza di: a) misure di interdizione, inabilitazione ovvero di condanne ad una pena che comportasse l'interdizione, anche temporanea, dai pubblici uffici ovvero l'incapacità ad esercitare uffici direttivi; b) di misure di prevenzione ai sensi della normativa anti-mafia (d.lgs. 6 settembre 2011, n. 159); c) di condanne con sentenza irrevocabile a pena detentiva per uno dei reati previsti dalle norme che disciplinano l'attività bancaria, finanziaria, mobiliare, assicurativa e dalle norme in materia di mercati, di valori mobiliari e di strumenti di pagamento o per uno dei reati societari (titolo XI del libro V del codice civile e regio decreto 16 marzo 1942, n. 267), alla reclusione per un tempo non inferiore a un anno per un delitto contro la pubblica amministrazione, contro la fede pubblica, contro il patrimonio, contro l'ordine pubblico, contro l'economia pubblica ovvero per un delitto in materia tributaria, alla reclusione per un tempo non inferiore a due anni per un qualunque delitto non colposo; d) di condanne a una delle pene indicate alla lettera c) con sentenza che applica la pena su richiesta delle parti, salvo il caso di estinzione del reato; d-bis) in Stati esteri, condanne penali o altri provvedimenti sanzionatori per fattispecie corrispondenti a quelle che comporterebbero, secondo la legge italiana, la perdita dei requisiti di onorabilità.

due mesi durante i quali le offerte dovevano essere sospese (cfr. art. 10, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*)¹²⁰. Coloro che svolgessero funzioni di amministrazione, direzione e controllo dovevano essere in possesso, oltre che dei requisiti di onorabilità di cui sopra (art. 8), anche dei requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob nell'art. 9 previgente regol. Consob *crowdfunding*¹²¹, non potendo inoltre assumere o esercitare analoghe cariche presso altre società che svolgessero la stessa attività, a meno che tali società non appartenessero al medesimo gruppo (comma 4 dell'art. 9, cit.). Tali requisiti di onorabilità e professionalità degli esponenti erano dunque assimilabili a quelli previsti per gli esponenti delle SIM dal D.M. 468/1998 ma appaiono meno stringenti rispetto a quelli ora applicabili agli esponenti di banche, IP, IMEL ed intermediari 106 t.u.b. (in attuazione degli articoli 91 CRD IV e 26 t.u.b. ultima versione) ai sensi del recente Decreto MEF 169/2020¹²² così come rispetto a quelli che dovrebbero

¹²⁰ Tale effetto automatico è invece escluso con riferimento alle SIM: *ex multis* A. ANNUNZIATA, *La disciplina*, cit., 76.

¹²¹ Essi devono essere scelti «secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una comprovata esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di: a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie». Per ruoli non esecutivi possono essere scelti a far parte dell'organo amministrativo anche soggetti che «abbiano maturato una comprovata esperienza lavorativa di almeno un biennio nei settori industriale, informatico o tecnico-scientifico, a elevato contenuto innovativo, o di insegnamento o ricerca nei medesimi settori» (con un'apertura quindi a settori non-economico-finanziari), purché la maggioranza dei componenti possieda i requisiti sopra indicati.

¹²² Cfr. Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) del 23 novembre 2020, n. 169 contenente il Regolamento in materia di requisiti e criteri di idoneità allo svolgimento dell'incarico degli esponenti aziendali delle banche, degli intermediari finanziari, dei confidi, degli istituti di moneta elettronica, degli istituti di pagamento e dei sistemi di garanzia dei depositanti (cfr. anche BANCA D'ITALIA, *Disposizioni sulla procedura di valutazione dell'idoneità degli esponenti di banche, intermediari finanziari, istituti di moneta elettronica, istituti di pagamento e sistemi di garanzia dei depositanti*, 4 maggio 2021). Il Decreto MEF prevede infatti per gli

essere adottati in attuazione dell'art. 13 t.u.f. (come modificato in recepimento della MiFID II). Quest'ultimo prevede, infatti, oltre ai requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza (graduati secondo principi di proporzionalità), anche requisiti di «competenza, coerenti con la carica da ricoprire e con le caratteristiche del soggetto abilitato, e di adeguata composizione dell'organo» (comma 3, lett. c), di correttezza e limiti al cumulo di incarichi (graduati secondo principi di proporzionalità e tenendo conto delle dimensioni dell'intermediario), da meglio definirsi con regolamento del MEF, sentite Banca d'Italia e Consob. Rientrando i requisiti degli amministratori tra le materie per le quali l'art. 3, paragrafo 2, *MiFID II* impone per gli intermediari esentati requisiti equivalenti rispetto a quelli imposti alle imprese di investimento, Consob avrebbe dovuto prima o poi intervenire nuovamente sul regolamento Consob *crowdfunding* per adeguarsi al nuovo standard ma nel frattempo è subentrato il Regol. UE 1503/2020. Anche i requisiti dei soci di controllo o rilevanti riprendono quelli stabiliti per i soci di controllo dal Decreto ministeriale n. 144 del

esponenti, in primo luogo, anche requisiti di correttezza (nella cui valutazione rientrano anche sentenze non definitive, sanzioni amministrative, incarichi in imprese sottoposte a procedure concorsuali, radiazione da albi, indagini in corso, ecc.: art. 4) ed indipendenza, oltre a - per i soli presidente, amministratori con incarichi esecutivi, collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato di controllo - requisiti di competenza. Inoltre, i requisiti di professionalità (già presenti per le SIM e gestori di portali) sono talvolta più severi: tra i requisiti di professionalità degli esponenti di IP, IMEL e 106 t.u.b. vi rientrano infatti incarichi direttivi o di amministrazione e controllo per almeno un anno (contro i tre richiesti per le banche) in imprese del settore creditizio, finanziario e mobiliare o società quotate di grandi dimensioni, mentre nell'ambito della disciplina sull'*equity crowdfunding* i medesimi incarichi devono essere espletati per almeno due anni ma in qualunque impresa. La disciplina derivante dal t.u.b. impone poi requisiti più severi per gli amministratori con incarichi esecutivi e specialmente per direttori e Presidente mentre per le piattaforme tale inasprimento non esiste. Infine, per gli amministratori non esecutivi degli intermediari del t.u.b., le attività professionali rilevano solo se svolte nel settore creditizio, mobiliare, assicurativo, (con l'aggiunta del tecnologico rispetto all'iniziale bozza di decreto) e caratterizzate da complessità mentre nell'*equity crowdfunding* è assegnato un peso alle esperienze professionali anche se svolte nei settori industriali, informativo e tecnico-scientifico a elevato contenuto innovativo: cfr. art. 7 Decreto MEF e art. 9 regol. Consob *crowdfunding* 2023). IP, IMEL e 106 t.u.b. sono invece esentati, al contrario delle banche, dai requisiti di composizione (diversificata e bilanciata) collegiale, di disponibilità di tempo e di divieto di cumulo degli incarichi (cfr. art. 2, comma 3, decreto MEF).

1998¹²³, il quale verrà però sostituito nel prossimo futuro da nuovi regolamenti MEF relativi ai requisiti di onorabilità e ai criteri di competenza e correttezza dei partecipanti al capitale degli enti creditizi e delle imprese di investimento, da adottarsi in attuazione, rispettivamente, dagli articoli 25 t.u.b. e 14 t.u.f. (come modificati in recepimento della *CRD IV*)¹²⁴ e che, pur riprendendo criteri simili di onorabilità, imporranno standard simili al decreto MEF 169/2020 già citato, introducendo anche requisiti di correttezza e competenza sempre nel rispetto della proporzionalità.

Il Regol. UE 1503/2020 impone espressamente al richiedente di dar prova dell'onorabilità e professionalità (conoscenza, competenza ed esperienza) degli amministratori (art. 12, para. 2, lett 1). In particolare, la prima consiste nell'assenza di precedenti penali relativi a violazioni di norme nazionali nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, del diritto sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, o della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale (art. 12, para. 3). Lo schema di domanda richiede di fornire un certificato nazionale attestante l'assenza di precedenti penali e informazioni su eventuali indagini o procedimenti penali o casi anche civili e amministrativi nelle aree del diritto sopra indicate, così come su eventuali rigetti di domande di registrazione, autorizzazione, licenza, associazione per lo svolgimento di attività di economiche, di commercio o professioni e interruzione di rapporti di lavoro che abbiano una connessione con la gestione di denaro o comunque fiduciaria. Curiosamente, mentre il paragrafo 2, nel richiedere la prova dell'onorabilità, indica solo le persone fisiche che gestiscono il fornitore, il successivo paragrafo (che specifica tale requisito), menziona anche gli azionisti che detengono il 20% o più del capitale sociale o dei diritti di voto: ad ogni modo, il Regol. delegato n. 2022/2112 richiede anche per questi ultimi la prova dei requisiti. Con

¹²³ Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica, decreto del 18 marzo 1998 n. 144, Regolamento recante norme per l'individuazione dei requisiti di onorabilità dei partecipanti al capitale sociale delle banche e fissazione della soglia rilevante.

¹²⁴ Gli schemi di decreto, in consultazione fino al 27 maggio 2022, sono rinvenibili al seguente indirizzo: https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_regolamento_requisiti.html.

riferimento alla professionalità, invece, è necessario provare che gli amministratori possiedano «sufficienti conoscenze, competenze ed esperienza per gestire il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*» e che abbiano tempo sufficiente da dedicare all'esercizio delle loro funzioni, senza specificare requisiti particolari: lo schema di domanda richiede solo di fornire il *curriculum vitae* degli amministratori in cui siano indicati in dettaglio istruzione e pregresse esperienze lavorative (con specificazione delle funzioni ricoperte in particolare negli ultimi 10 anni) e descrizione delle competenze presenti, complessivamente, nell'organo amministrativo, oltre alla descrizione del tempo minimo da dedicare alle funzioni e agli altri incarichi eventualmente detenuti in contemporanea. L'art. 4-*sexies*.1, comma 6, lett. d) e f) t.u.f. ha però aggiunto un rinvio ai menzionati articoli 13 e 14 t.u.f. (in materia di requisiti degli esponenti e partecipanti al capitale delle SIM) e, per i requisiti di onorabilità, al decreto ministeriale in attuazione dell'art. 25, comma 2, t.u.b. (cfr. *supra*). I recenti orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia sul *crowdfunding* hanno poi aggiunto la specificazione che la valutazione di tali requisiti dovrà essere compiuta dall'organo competente ai sensi dell'art. 13, comma 5, t.u.f. (in materia di imprese di investimento) in sede di nomina o di eventi rilevanti successivi, e che per tale valutazione si potrà tenere conto della pregressa esperienza del richiedente come gestore di portali (autorizzato ai sensi del previgente art. 50-*quinquies* t.u.f.) e dei criteri stabiliti da Consob per questi nel previgente regolamento *crowdfunding*. Tali norme e orientamenti hanno quindi l'effetto di prorogare la valenza dei criteri previgenti, sembrando però aggiungere requisiti specifici ove invece la disciplina europea concedeva (appositamente) maggior flessibilità e comunque non rinviava alle autorità nazionali per ulteriori specificazioni.

Tornando al regime previgente in Italia, il d.lgs. 129/2017 aveva aggiunto nell'articolo 50-*quinquies* t.u.f. un ulteriore requisito di tipo patrimoniale, imposto indirettamente dal nuovo paragrafo 2 dell'art. 3 *MiFID II*: il gestore doveva aderire ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in alternativa, stipulare un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela ma l'art. 2 D.Lgs. n. 165/2019 (c.d. "correttivo MiFID") aveva in seguito eliminato l'alternativa lasciando solo il requisito della polizza assicurativa. L'art. 7-*bis* del previgente regol. Consob *crowdfunding* (come modificato dalla delibera n. 21259/2020)

richiedeva dunque a fini autorizzativi, la stipula di un'assicurazione professionale con massimale di, per ciascuna richiesta di indennizzo, almeno €20.000 (cfr. sistema di indennizzo) e, per l'importo totale delle richieste di indennizzo, di almeno €1 milione all'anno per i gestori che effettuano direttamente la verifica di appropriatezza mentre di almeno €500.000 all'anno per gli altri che ricorrono agli intermediari tradizionali autorizzati a tal fine¹²⁵. Era prevista la decadenza dall'autorizzazione del gestore di portali anche al venir meno di tale requisito patrimoniale, salvo che non venisse ricostituito entro due mesi e fermo il divieto di offerte in tale arco di tempo (art. 7, comma 3, previgente regol. Consob *crowdfunding*).

Le negoziazioni trilaterali che hanno preceduto l'adozione del Regol. UE 1503/2020 hanno portato all'aggiunta, rispetto alla proposta originaria della Commissione, di requisiti prudenziali per rischio operativo (art. 11), che rappresentano una novità per i gestori di piattaforme italiani, insieme ad altri requisiti organizzativi¹²⁶: i fornitori dovranno quindi provare di detenere presidi prudenziali per rischio operativo nella misura di €25.000 o, se più alto, un quarto delle spese

¹²⁵ La versione del regol. Consob *crowdfunding* in consultazione da giugno ad agosto 2017 imponeva requisiti più severi richiedendo, in alternativa all'adesione ad uno dei sistemi di indennizzo dei risparmiatori riconosciuti ai sensi dell'art. 59 t.u.f. (peraltro istituiti per gli intermediari che detengano o dispongano di strumenti o liquidità dei clienti – circostanza invece vietata alle piattaforme di *crowdfunding* - e con massimale di €20.000), la stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale con massimale di almeno €100.000 per ciascuna richiesta di indennizzo e di almeno €2.500.000 all'anno per il totale delle richieste di indennizzo (art. 7-bis, commi 1 e 2). Quest'ultimo massimale corrispondeva alla metà di quella prevista dall'art. 4 del D.M. del 5 aprile 2012, n. 66 in materia di requisiti patrimoniali e di indipendenza delle società di consulenza finanziaria, mentre il massimale per singole richieste era pari ad un decimo di quello richiesto dal medesimo decreto 66/2012, essendo la differenza giustificata dal carattere esecutivo del servizio in questione al contrario del servizio di consulenza e dalle dimensioni ancora contenute del mercato. Cfr. CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line - Documento di consultazione*, (6 luglio 2017), 4.

¹²⁶ Secondo quanto riporta U. PIATTELLI (*Il nuovo regolamento*, cit., 443), la Consob ha iniziato a richiedere già da qualche tempo (prima dell'entrata in vigore del regolamento europeo) ai fornitori di *crowdfunding* (perlomeno quelli privi dell'assicurazione professionale) di dare conto anche delle prospettive di sviluppo nei successivi 3 anni e della quantificazione dei costi fissi, in previsione dei futuri requisiti europei.

generali dell'anno precedente in forma di *Common equity tier 1* oppure di polizza assicurativa (con le caratteristiche elencate nei paragrafi 6 e 7)¹²⁷ o di combinazione tra le due precedenti opzioni. Tale requisito ricorda quelli per le imprese di investimento di classe 3 fissate dal recente pacchetto “*Investment Firms Regulation*” (IFR 2019/2033) e “*Investment Firm Directive*” (IFD 2019/2034) ma con semplificazioni e alleggerimenti (visto che la base per i requisiti patrimoniali di tali imprese di investimento è rappresentato dal capitale minimo che deve essere almeno €75.000 ed è previsto anche un *K-factor* in alternativa). I fornitori che detengano altre autorizzazioni (come banche, imprese di investimento o IMEL/IP) e siano quindi già sottoposti ad altri requisiti prudenziali (superiori) sono esentati.

Altri requisiti elencati nell'art. 12 si riferiscono ad obblighi organizzativi che verranno discussi *infra*: di predisposizioni di misure per la gestione dei rischi, di parziale verifica del documento informativo preparato dall'offerente, di continuità operativa (novità per i gestori italiani di piattaforme), di esternalizzazione, di adeguati sistemi di *governance* e controllo interno, e per la gestione dei dati personali e dei reclami.

6.3. Domanda e procedimento di autorizzazione.

La domanda di autorizzazione dei gestori iscritti nella sezione ordinaria doveva essere presentata secondo lo schema allegato 1 al previgente regol. Consob *crowdfunding*, insieme ad una relazione sull'attività d'impresa e sulla struttura organizzativa, redatta secondo le indicazioni contenute nell'allegato 2 al medesimo regolamento. In particolare, la domanda, completa degli elementi essenziali quali denominazione sociale e sede del gestore¹²⁸, doveva essere corredata dalla copia dell'atto costitutivo e dello Statuto, dall'elenco dei soggetti che detengono il controllo con indicazione delle quote e dalla documentazione attestante il possesso dei requisiti di onorabilità da parte di questi, così come elenco dei soggetti che svolgono funzioni di

¹²⁷ In particolare, durata non inferiore ad un anno, disdetta con preavviso non inferiore a 90 giorni, stipulata con un'impresa terza autorizzata, copertura per perdita di documenti, dichiarazioni false o fuorvianti fatte, violazione di altri obblighi.

¹²⁸ Insieme a: indirizzo del sito *internet*, nominativo e recapiti di un referente della società e l'elenco dei documenti allegati (allegato 1, sez. A, punto 1).

amministrazione, direzione e controllo insieme al verbale dell'organo di controllo di verifica dei requisiti di professionalità e onorabilità degli stessi. Nella relazione, invece, il gestore doveva descrivere dettagliatamente, prima di tutto, la sua attività, incluse le modalità per la selezione delle offerte, eventuali attività a favore degli offerenti (consulenza e assistenza) o degli investitori (pubblicazione di report periodici sull'andamento degli offerenti, meccanismi di valorizzazione periodica degli strumenti finanziari ovvero di rilevazione dei prezzi delle transazioni, meccanismi per facilitare i flussi informativi tra offerenti ed investitori o tra gli investitori) e se intendesse istituire una bacheca elettronica. In secondo luogo, doveva descrivere la struttura organizzativa: in particolare, la struttura aziendale¹²⁹, le modalità per assicurare il rispetto degli obblighi di condotta ed informativi previsti dal regolamento (incluso, qualora effettuati direttamente le verifiche di appropriatezza per tutti gli ordini, le procedure interne adottate a tal fine e, qualora offrisse obbligazioni e titoli di debito, le misure per rispettare i connessi limiti), le modalità di ricezione e trasmissione degli ordini¹³⁰, la conservazione della documentazione, le politiche di identificazione e di gestione dei conflitti di interesse, di prevenzione delle frodi e di tutela della *privacy*, eventuale *outsourcing*, specialmente se di funzioni essenziali (v. strategia di selezione delle offerte)¹³¹ e la struttura delle commissioni per i servizi.

In base al nuovo Regol. UE 1503/2020, i richiedenti devono presentare la domanda secondo lo schema allegato al Regol. delegato n. 2022/2112 (che precisa i requisiti dell'art. 12), inviandola, per l'Italia, alla divisione intermediari Consob all'indirizzo PEC dedicato

¹²⁹ Ad esempio, le deleghe ed i meccanismi di controllo, l'eventuale piano di assunzione del personale o personale in carico da impiegare nelle attività, inclusa la presenza e funzioni di dipendenti o collaboratori che abbiano svolto attività professionali o attività accademiche o di ricerca certificata presso Università e/o istituti di ricerca, pubblici o privati in determinate materie.

¹³⁰ I gestori dovevano descrivere i sistemi per gestire gli ordini raccolti nel rispetto delle condizioni fissate in merito dal previgente regolamento Consob, le modalità per la trasmissione degli ordini alle imprese autorizzate e l'infrastruttura informatica per la ricezione e trasmissione degli ordini.

¹³¹ È necessario specificare anche i soggetti incaricati di tali operazioni, il contenuto e l'ampiezza degli incarichi e le misure per il controllo sulle attività e sui relativi rischi, oltre che eventuali incarichi di selezione delle offerte ricevuti da altri gestori.

indicato nel nuovo regol. Consob *crowdfunding* 2023 (art. 3). Tale schema ricorda molto quello richiesto per l'autorizzazione come impresa di investimento dal Regolamento Delegato UE n. 2017/1943, benché con qualche semplificazione¹³² e presenta molti punti in comune col previgente schema Consob. Infatti, oltre al nome, indirizzo internet del sito web e indirizzo fisico (e persona e contatti del responsabile), dovrà essere indicata la forma giuridica e allegati lo Statuto ed un programma di attività. In quest'ultimo, dovranno essere indicati i tipi di servizi di *crowdfunding* (insieme agli eventuali servizi aggiuntivi) che s'intende offrire, come verranno forniti servizi di pagamento (in proprio o attraverso terze parti), la piattaforma di *crowdfunding* che intende gestire e luogo e modalità di commercializzazione delle offerte. Lo schema di domanda precisa (e di fatto aggiunge tra i requisiti senza che fosse richiesto dalla normativa primaria) che dovranno indicarsi anche i tipi di prodotti offerti e di titolari di progetti (ad esempio, in base al settore di attività), di investitori *target* e le procedure di selezione dei titolari di progetti che si impiegheranno. Anche le modalità di *disclosure* delle informazioni richieste ai sensi dell'art. 19 e di gestione degli ordini e di trasmissione delle informazioni tra clienti e strategie di *marketing* (ad es., lingue usate) dovranno essere indicate nella domanda. Si dovrà poi descrivere l'organizzazione del richiedente in modo da dimostrare l'osservazione dei requisiti (cfr. §§ 6.2 e 7) richiesti dal Regolamento UE, quindi dei dispositivi di *governance* e dei meccanismi di controllo interno (in particolare, gestione del rischio e contabili), dei sistemi, risorse e procedure per il controllo e la protezione dei sistemi di trattamento dei dati e di gestione dei reclami, del piano di continuità operativa e degli accordi di esternalizzazione; dei rischi operativi e dei collegati presidi prudenziali (anche in una prospettiva di 3 anni); delle procedure e presidi per assicurare il rispetto di alcuni obblighi in materia di conflitto di interessi (art. 8), limiti di investimento di investitori non sofisticati (art. 21, para. 7) e controlli sul documento informativo fornito dai titolari dei progetti; delle conoscenze, competenze ed esperienza delle persone che gestiscono il fornitore (con nomi).

¹³² Sollevano dubbi sull'effettivo alleggerimento: M. LOUISSE-A. PASARIBU, *op. cit.*, 144.

Nel previgente regime, la Consob verificava la regolarità e la completezza della domanda entro sette giorni lavorativi – contro i dieci per le SIM (art. 7, comma 4, regol. intermediari) - dalla presentazione¹³³, potendo chiedere a qualunque soggetto ulteriori elementi informativi e dovendo decidere sulla domanda entro sessanta giorni lavorativi (contro i centoventi delle SIM *ex* art. 9, comma 1, regol. intermediari). L'autorità poteva negare l'autorizzazione qualora verificasse l'assenza dei requisiti indicati dal comma 3 dell'articolo in commento o dalla relazione allegata risultasse l'incapacità di gestire correttamente il portale (art. 7, comma 5, previgente regol. Consob *crowdfunding*). In caso di concessione dell'autorizzazione, invece, il gestore veniva iscritto nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali tenuto dalla Consob, nel quale venivano inserite le informazioni di base delibera di autorizzazione e numero d'ordine di iscrizione, denominazione sociale, indirizzo del sito internet e relativo collegamento ipertestuale, sede legale e sede amministrativa, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica per i soggetti UE, attività svolta – ad esempio, se comprensiva anche o solo di offerta di obbligazioni e titoli di debito) e successivamente annotati gli estremi degli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari adottati dalla Consob (art. 5, comma 1, previgente regol. Consob *crowdfunding*).

Il Regol. UE 1503/2020 stabilisce tempi piuttosto brevi per concludere il procedimento di autorizzazione, dovendosi concludere con una decisione entro tre mesi: in tale arco di tempo, l'autorità deve inviare una ricevuta di ricezione della domanda entro 10 giorni lavorativi (art. 3 Reg. Delegato n. 2022/2112) ed in seguito avrà 25 giorni per valutarne la completezza e inviare al richiedente richiesta di ulteriore documentazione (da mandare a pena di improcedibilità) o, al contrario, comunicazione che la domanda è stata ritenuta completa (art. 12, para. 4-6 Regol. 1503/2020 e art. 4 regol. Consob *crowdfunding* 2023), prima di prendere una decisione motivata di accoglimento o rigetto che dovrà essere comunicata entro 3 giorni (para 8 e 10). La decisione viene presa tenendo conto della natura, portata e complessità dei servizi di *crowdfunding* che il richiedente intende fornire, potendo l'autorità rifiutare l'autorizzazione qualora «esistano ragioni obiettive e

¹³³ La società richiedente ha poi trenta giorni lavorativi per presentare eventuali documenti mancanti, a pena di improcedibilità: art. 7 regol. *crowdfunding*.

dimostrabili per ritenere che l'organo di gestione [...] 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».

6.4. *Revoca dell'autorizzazione.*

Una volta concessa l'autorizzazione, i gestori italiani potevano decadere dalla stessa qualora non avessero iniziato l'attività entro sei mesi (contro i dodici delle SIM, art. 19, comma 3-*ter* t.u.f. e art. 10, comma 3, regol. intermediari) o di successiva interruzione dell'attività per sei mesi (art. 11-*bis*, commi 1 e 2, previgente regol. Consob *crowdfunding*). La cancellazione dal registro poteva avvenire, oltre che per decadenza, anche per perdita dei requisiti di iscrizione, per mancato pagamento del contributo di vigilanza e per adozione del provvedimento di radiazione (*ex* art. 23, comma 1, lettere *b*)-*d*) regol. *crowdfunding*), oltre che nel caso in cui «l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare» (art. 12, comma 1, lett. *a*), in linea con il nuovo art. 20-*bis*, comma 2, t.u.f. per le SIM sempre in recepimento della *MiFID II*) o i gestori abbiano presentato istanza di revoca dell'autorizzazione (cfr. ora art. 19, comma 4-*bis* t.u.f. con riferimento alle SIM, in recepimento della *MiFID II*), sulla quale la Consob decideva entro sessanta giorni (commi 4-6, art. 11-*bis*)¹³⁴.

In base al Regol. UE 1503/2020 le cause che possono ora portare alla perdita dell'autorizzazione non di discostano molto dal regime italiano (art. 17; cfr. anche art. 5 regol. Consob *crowdfunding* 2023), salvo che per la durata dell'inattività rilevante (18 mesi dall'autorizzazione o 9 mesi consecutivi invece che 6 mesi in entrambi i casi), la specificazione che anche violazioni della normativa anti-riciclaggio da parte di operatori autorizzati alla prestazione di servizi di

¹³⁴ L'art. 12 regolava poi la cancellazione dal registro che viene disposta «a) nel caso in cui l'autorizzazione sia stata ottenuta presentando false dichiarazioni o con qualsiasi altro mezzo irregolare; b) a seguito della perdita dei requisiti prescritti per l'iscrizione; c) a seguito del mancato pagamento del contributo di vigilanza nella misura determinata annualmente dalla Consob; d) per effetto dell'adozione del provvedimento di radiazione ai sensi dell'articolo 23, comma 1, lettera b); d-*bis*) per effetto della decadenza dall'autorizzazione».

pagamento e la perdita della relativa autorizzazione rientrano tra le possibili cause, oltre che la mancata indicazione specifica di quali gravi violazioni del Regolamento n. 1503/2020 siano rilevanti a tal fine.

7. *Obblighi dei fornitori: un primo sguardo.*

7.1. *Panoramica.*

La previgente normativa italiana e il nuovo regolamento europeo presentano un approccio simile: entrambi delineano infatti regimi caratterizzati da alcuni limiti di attività (cfr. *supra* §3 su servizi permessi e vietati benché quello italiano appare più restrittivo), obblighi di verifica del rispetto delle condizioni di legge (apparendo il regime italiano, ancora, più severo), obblighi informativi speciali, e, infine, obblighi di organizzazione, trasparenza e condotta che rievocano quelli esistenti per le imprese di investimento ma in parte semplificati (ad es., in materia di organizzazione, conflitti di interesse, requisiti prudenziali e per l'assenza di requisiti di *product governance* o gestione delle crisi). Entrambi prevedono invece tutele aggiuntive per i clienti “non sofisticati”, pur se con rilevanti differenze. Inoltre, mentre l'Italia aveva predisposto un regime unico per i gestori di portali, il Regol. UE 1503/2020, accanto al regime di base, prevede obblighi aggiuntivi a seconda del servizio offerto (a partire dal semplice *lending-based crowdfunding*, fino ad arrivare alla gestione di portafogli di prestiti). Infine, il previgente regime speciale italiano era focalizzato su obblighi di condotta e, in particolare, informativi, mentre il nuovo regime europeo ha inserito anche requisiti organizzativi e prudenziali rilevanti.

Nel previgente regime italiano, alle banche, imprese di investimento e OICR che gestivano “di diritto” portali si applicava la normativa speciale loro propria (ad esempio, per le banche, disciplina bancaria in quanto a requisiti prudenziali, autorizzazioni, ecc., obblighi di condotta nei servizi di investimento *ex* artt. 21 ss. t.u.f., normativa antiriciclaggio, ecc.), a cui si sommavano alcune norme speciali in materia di *crowdfunding*. I gestori di diritto, in particolare, erano ugualmente sottoposti agli obblighi di monitoraggio del rispetto del limite massimo dell'offerta, della condizione di perfezionamento dell'offerta, oltre che di verifica degli statuti societari degli offerenti (perché riconoscano i diritti degli investitori *ex* previgenti artt. 24-25

regol. Consob *crowdfunding*). Ad ogni modo, il limite massimo dell'offerta si applicava testualmente solo alle offerte condotte "esclusivamente" attraverso portali online, per cui, nel caso di gestori di diritto, potendo questi suddividere l'offerta in più porzioni ed utilizzare per le stesse modalità diverse, il limite in questione avrebbe dovuto trovare applicazione solo alla porzione di offerta effettuata attraverso portali e non alla porzione condotta attraverso canali tradizionali¹³⁵ (alla quale si sarebbero comunque applicate le norme ordinarie in materia di offerta al pubblico, con obbligo di prospetto salvo il ricorrere di una delle esenzioni ammesse, tra cui l'analoga soglia di €8 milioni di corrispettivo totale o l'offerta riservata ai soli investitori professionali, ecc.). I gestori di diritto dovevano rispettare anche gli obblighi specifici di *disclosure* (cfr. *infra* §10), come chiarito dalla Consob¹³⁶. Il dover sommare gli obblighi derivanti da due normative potrebbe apparire uno svantaggio competitivo irragionevole ma la richiesta agli intermediari tradizionali di mantenere gli stessi standard di condotta e tutela degli investitori non solo per i servizi di investimento e bancari ma anche per i servizi di *crowdfunding* appariva giustificato dalla necessità di mantenere la fiducia in tali soggetti ed evitare riflessi in termini di rischio sistemico (sarebbe infatti difficile per un cliente giustificare una banca che lo ha "tradito" solo nel contesto del *crowdfunding* invece che dei tradizionali servizi di investimento). D'altra parte, comunque, i gestori di diritto, in quanto soggetti con autorizzazione "piena", non erano sottoposti ai limiti di attività e prodotti sopra descritti con riferimento ai gestori di portali della sezione ordinaria, potendo offrire, ad esempio, anche il servizio di consulenza e gestione portafogli (soggetti comunque alla relativa disciplina). Tuttavia, erano previste anche alcune esenzioni: per importi contenuti al di sotto delle soglie minime di investimento e con esclusivo riferimento ai servizi riconducibili alla gestione dei portali, i gestori di diritto erano esentati dagli obblighi di verifica dell'appropriatezza (*infra*, §11). Ancora, i gestori di diritto non erano neppure soggetti ai nuovi limiti in materia di "auto-collocamento" (art. 13, comma 1-*bis*, previgente regol. Consob *crowdfunding*; cfr. subito *infra* §8), pur

¹³⁵ In questo senso, cfr. S. GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa*, cit., 572.

¹³⁶ CONSOB, *Comunicazione n. 0066128 dell'1 agosto 2013 riguardante lo svolgimento da parte di banche ed imprese di investimento dell'attività di gestione di portali on line per la raccolta di capitali per le start up innovative*.

dovendo comunque rispettare le nuove disposizioni introdotte dalla *MiFID II* in materia di *product governance*, conflitti di interesse, e comunque obblighi di condotta (almeno corrispondenti al servizio di esecuzione di ordini salvo obblighi maggiori derivanti dalla prestazione di altri servizi non meramente esecutivi, quali consulenza e gestione portafogli, ecc.).

Il Regol. UE 1503/2020, mentre esenta espressamente dai requisiti prudenziali i fornitori che già siano sottoposti a requisiti analoghi in base al proprio regime, non specifica se gli obblighi di condotta gravanti sui fornitori già autorizzati come banche o imprese di investimento quando offrano servizi di *crowdfunding* (specialmente se in combinazione con altri preclusi ai fornitori “ordinari”) siano solo quelli inclusi nel Regolamento o quelli previsti dal loro regime o, come in Italia e per mantenere la fiducia, entrambi i tipi salvo espresse esclusioni: in attesa di specificazione su tale aspetto da parte della Commissione o ESMA, devono ritenersi applicabili entrambi i regimi in via generale e, a seconda del servizio fornito, quelli specificatamente stabiliti per quel servizio.

7.2. *Obblighi organizzativi (generali e specifici).*

Sul lato degli obblighi organizzativi, i gestori di portali italiani erano sottoposti ad obblighi di gestione rapida ed efficiente degli ordini¹³⁷, di riservatezza (artt. 17-18 Regol. n. 18592/2013) e di conservazione della corrispondenza e documentazione contrattuale (per cinque anni: previgente art. 20 regol. Consob *crowdfunding*). Inoltre, i gestori dovevano assicurare «l'integrità delle informazioni ricevute e pubblicate dotandosi di sistemi operativi affidabili e sicuri», individuando le fonti di rischio operativo, predisponendo controlli e procedure per gestire tali rischi ed effettuando il *back up* dei dati (art. 19). L'attenzione era dunque rivolta prevalentemente ad evitare perdite di dati ed assicurare la continuità operativa. Infine, Consob, con l'art. 20-*bis*, aveva adottato disposizione attuative applicabili ai gestori in materia di *whistleblowing*, cioè per l'azione di sistemi interni di

¹³⁷ I gestori assicurano che gli ordini siano gestiti in maniera rapida, corretta ed efficiente, registrati in modo pronto e accurato e trasmessi, indicando gli estremi identificativi di ciascun investitore, secondo la sequenza temporale in cui li ha ricevuti (art. 17, comma 1).

segnalazioni da parte del personale di violazioni della normativa (comma 6 dell'articolo in commento che fa riferimento all'art. 4-*undecies* t.u.f.), nel rispetto del principio di proporzionalità¹³⁸.

Il Regol. UE 1503/2020, come si è anticipato, introduce numerosi obblighi organizzativi. In particolare, tra gli obblighi generali (ispirati agli artt. 9(3), 16(5) and 27(2) MiFID II), l'organo di gestione deve assicurare politiche e procedure adeguate per la gestione efficace e prudente, comprese la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse (art. 4, par. 1), la gestione del rischio operativo derivante da esternalizzazione (art. 9) e sistemi per la gestione dei reclami dei clienti (art. 7). Tali obblighi, espressi in termini molto generali nel Regol. UE e senza che si fosse prevista l'adozione di standard tecnici a livello europeo, sono stati tradotti in termini più dettagliati negli orientamenti di vigilanza della Banca d'Italia in materia di *crowdfunding*: pur richiamandosi il principio di proporzionalità, si richiede che il fornitore di *crowdfunding* definisca «un processo di gestione dei rischi attraverso l'individuazione di un insieme di regole, procedure, risorse (umane, tecnologiche e organizzative) e attività di controllo volte a identificare, misurare o valutare, monitorare, prevenire o attenuare, nonché comunicare ai livelli gerarchici appropriati tutti i rischi che il fornitore assume o può assumere nelle diverse attività svolte, cogliendone, in una logica integrata, anche le interrelazioni reciproche e con l'evoluzione del contesto esterno», con particolare riguardo ai rischi operativi (inclusi i rischi ICT, di sicurezza, legali e reputazionali). Per il fornitore che offra solo servizio di *investment-based crowdfunding* con dimensione e complessità operativa ridotte, si suggerisce di identificare almeno un «esponente con specifiche deleghe in materia di controlli all'interno dell'organo di amministrazione», purché quest'ultimo abbia professionalità e competenze adeguate per le funzioni di controllo

¹³⁸ Le disposizioni in questione sono state approvate con delibera Consob del 17 gennaio 2018 n. 20264 di modifica del regolamento 18592/2013 e prevedono requisiti effettivamente semplificati e flessibili rispetto agli altri intermediari autorizzati (anche rispetto ai consulenti e gestori di mercati) e notevole autonomia organizzativa in considerazione delle dimensioni e ridotta complessità organizzativa dei gestori di portali: cfr. CONSOB, *Modifiche ai regolamenti n. 16190 del 29 ottobre 2007 (intermediari), n. 16191 del 29 ottobre 2007 (mercati) e n. 18592 del 26 giugno 2013 (raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line) – Documento di consultazione.*

interno; in caso di offerta di altri servizi di *crowdfunding*, il fornitore dovrebbe invece istituire funzioni di controllo di conformità alle norme e di gestione dei rischi (anche unificate) e, eventualmente, di revisione interna, delle quali sia assicurata indipendenza ed imparzialità. In caso di *outsourcing*, è poi richiesto di mantenere «in ogni momento un'ideale struttura e operatività sostanziale, evitando di diventare un'entità vuota (c.d. “*empty shell*”)» e di avvalersi di soggetti terzi qualificati in relazione alla tipologia di funzione esternalizzata, dovendosi anche identificare un responsabile del controllo delle funzioni esternalizzate provvisto di competenze necessarie.

Infine, la Direttiva *whistleblowing* n. 2019/1937 viene modificata dall'art. 47 Regol. UE 1503/2020 per estenderne l'applicabilità anche ai servizi *crowdfunding* coperti dal Regolamento in questione. L'art. 4-*undecies*, di recepimento della Direttiva *whistleblowing*, rendendo i soggetti di cui alle parti II e III del t.u.f. coperti dalle procedure di segnalazione, rende applicabile anche ai fornitori di *crowdfunding* tali norme (cfr. anche protocollo d'intesa Banca d'Italia-Consob in materia di *crowdfunding*, 4.4.)

Ad ogni modo, ulteriori obblighi organizzativi derivano dal tipo di servizio offerto. Pur non rappresentando il *lending-based crowdfunding* “di base” un modello di per sé più complesso rispetto all'*investment-based crowdfunding*, il Regol. UE 1503/2020 richiede ai soli fornitori del primo di assicurare la presenza di sistemi e controlli adeguati a valutare i rischi connessi ai prestiti intermediati sulla piattaforma (art. 4, par. 2), requisito nuovo per le piattaforme italiane. I fornitori che offrono servizi di *scoring/pricing* riferiti a prestiti o strumenti di debito, devono inoltre dimostrare (anche attraverso la tenuta di un registro per ciascuna offerta) di avere adottato politiche e procedure per assicurare una valutazione ragionevole del rischio di credito basata su dati sufficienti (almeno quelli indicati nell'art. 4, par. 4, lett. b) e prezzi ragionevoli, usando inoltre fattori e criteri nel rispetto degli standard tecnici fissati con regolamento delegato della Commissione¹³⁹, oltre che

¹³⁹ Dopo una consultazione su una bozza EBA, il regolamento delegato è stato adottato dalla Commissione il 29 settembre ed è al momento in attesa di pubblicazione nella GU: cfr. *Commission Delegated Regulation (EU) [...] of 29.9.2023 supplementing Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council with regard to regulatory technical standards specifying requirements on*

di gestione dei relativi rischi (artt. 4, par. 4, lett. a)-g); 19, par. 7). Con esclusivo riferimento allo *scoring* dei prestiti, inoltre, il Regolamento europeo individua ulteriori obblighi in termini di frequenza e momenti in cui effettuare la valutazione del rischio (art. 4, par. 4, lett. e)). Ancora, i fornitori che offrano il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti, dovranno disporre di sistemi e controlli adeguati per la gestione del rischio e della modellistica finanziaria (art. 4, par. 2, secondo periodo), solide procedure e metodologie interne per rispettare i requisiti dettagliati di cui all'art. 6, parr. 1-2, relativi alle preferenze degli investitori, all'uso di dati adeguati e alla valutazione del rischio di credito dei singoli progetti selezionati, degli offerenti e del risultante portafoglio. Ulteriori e dettagliati requisiti si applicano qualora il fornitore abbia istituito e gestisca un fondo a copertura dei rischi (Art. 6, par. 7)¹⁴⁰. Tutti questi obblighi organizzativi e prudenziali rappresenteranno una novità per le piattaforme italiane.

8. In particolare, obblighi in materia di conflitti di interesse.

La prima versione del regolamento Consob in materia di *crowdfunding* richiedeva anche, in linea generale, che gli intermediari agissero in maniera da evitare che conflitti di interesse incidessero negativamente sui clienti. Tuttavia, la revisione del 2017 ha introdotto una disciplina più particolareggiata e vicina a quella delle imprese di investimento, una volta adeguandosi alle prescrizioni dell'art. 3(2) *MiFID II* (che richiede per gli intermediari esentati requisiti nazionali analoghi anche in materia di conflitti di interesse). La Consob, rifacendosi all'art. 34 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 del 25 aprile 2016 in materia di conflitti di interesse, aveva quindi imposto al gestore di elaborare, attuare e mantenere «un'efficace politica sui conflitti di interesse, formulata per iscritto, che consenta di individuare le circostanze che generano o potrebbero generare un conflitto di

credit scoring of crowdfunding projects, pricing of crowdfunding offers, and risk management policies and procedures.

¹⁴⁰ Cfr. anche Commission Delegated Regulation (EU) 2022/2118 of 13 July 2022 with regard to regulatory technical standards on individual portfolio management of loans. *Amplius*, F. FERRETTI-F. MATTASSOGLIO, *Legal issues in the obligations for an effective and prudent management of crowdfunding service providers (Art. 4)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 86 ss.

interesse lesivo di uno più investitori, e che definisca le procedure da seguire e le misure da adottare per prevenire o gestire tali conflitti». Tale politica deve essere valutata e riesaminata periodicamente, almeno una volta all'anno, dal gestore, al fine di adottare misure adeguate, per rimediare ad eventuali carenze riscontrate. Solo qualora tali procedure e misure si rivelassero insufficienti nel caso concreto ad evitare, con ragionevole certezza, il rischio di nuocere agli interessi degli investitori, il gestore poteva ricorrere alla misura estrema di informare gli investitori, con linguaggio chiaro, conciso e in caratteri leggibili, della natura generale e/o delle fonti di tali conflitti, oltre che delle misure adottate per mitigare i relativi rischi, ma l'eccessivo ricorso alla comunicazione agli investitori è da considerarsi una carenza della politica sui conflitti di interesse (art. 1, commi 1 e 1-*quater* previgente regol. Consob *crowdfunding*). In aggiunta a queste disposizione di carattere generale in materia di conflitti di interesse, la bozza di modifica al regolamento del luglio 2017 aggiungeva anche all'art. 13, comma 1-*bis*, come specificazione degli obblighi in materia di conflitti di interesse, un divieto assoluto di *self-placement*, giustificato dall'esenzione dei portali dalla disciplina *MiFID II* e quindi dai relativi obblighi in materia di *product governance* ed auto-collocamento, così come dai presidi e strutture allestite per adempiere alle procedure di valutazione dell'adeguatezza (tipiche di servizi non meramente esecutivi, quali la consulenza)¹⁴¹. In seguito alle critiche avanzate in sede di consultazione, l'autorità ha smorzato i toni, rendendo possibile alle piattaforme offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo al verificarsi di certe condizioni. Il gestore deve infatti adottare «misure idonee per l'efficace gestione del conflitto che insorge in relazione a questo tipo di attività». In particolare, deve, in primo luogo astenersi dalle stesse «laddove i conflitti di interesse non possano essere gestiti adeguatamente, in modo da evitare effetti negativi per gli investitori». In secondo luogo, doveva almeno adottare «adeguati presidi operativi e procedurali volti ad assicurare che gli

¹⁴¹ In particolare, si vietava al gestore «di condurre sul proprio portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo», operazioni invece condotte in passato dalle piattaforme. Cfr. CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013*, (2017), cit., 4-6.

strumenti oggetto delle offerte siano compatibili con le caratteristiche, le esigenze e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento» (una forma di *product governance*), far effettuare una «*due diligence* dell'operazione, da parte di un soggetto terzo indipendente» e far sottoporre i clienti alla valutazione di adeguatezza degli strumenti finanziari oggetto delle offerte da parte degli intermediari tradizionali che ricevono e perfezionano gli ordini (previgente art. 13, comma 1-ter). Infine, il gestore, qualora eseguisse le offerte in questione, doveva «fornire adeguata informativa ai clienti sull'esistenza dei conflitti di interesse e sui presidi dallo stesso adottati per la gestione di tali conflitti, anche attraverso un'apposita avvertenza facilmente comprensibile da parte di un investitore ragionevole, redatta con l'utilizzo di un linguaggio chiaro e conciso ed in carattere di dimensione leggibile». Perché fosse rispettata la normativa primaria, l'offerta di azioni o quote proprie da parte del gestore della piattaforma poteva comunque avvenire solo qualora lo stesso fosse una PMI e venissero rispettati le ulteriori condizioni dell'offerta (ad esempio, limiti massimi e sottoscrizione di investitori professionali). Tali condizioni sembravano rendere il *self-placement* soggetto a limiti maggiori in caso di gestori di piattaforme che in caso di banche ed imprese di investimento (in parte comprensibilmente, non essendo un'attività essenziale o tipica per il *crowdfunding*). Peraltro, l'attività di auto-collocamento da parte degli intermediari tradizionali è stata oggetto di dibattito acceso anche a seguito dei numerosi scandali a danno dei clienti. La stessa infatti tendeva ad essere vista come sottratta all'applicazione della normativa *MiFID*, per cui le autorità europee e nazionali sono intervenute a livello interpretativo per affermare l'applicazione del generale dovere di agire nel miglior interesse del cliente, con particolare riferimento ai prodotti complessi, anche astenendosi dall'operazione qualora i conflitti di interesse non potessero essere risolti (con la possibilità di qualificare l'attività come consulenza solo qualora il prodotto fosse presentato come adeguato al cliente, con l'applicazione dei relativi obblighi di condotta)¹⁴². La *MiFID II* ha poi espressamente qualificato «la

¹⁴² Cfr. ESMA, *Opinion on MiFID practices for firms selling complex products* (7 febbraio 2014), ESMA/2014/146; JOINT COMMITTEE (EBA, ESMA e EIOPA), *Placement of financial instruments with depositors, retail investors and policy holders ('Self placement') - Reminder to credit institutions and insurance undertakings about applicable regulatory requirements*, (31 luglio 2014), JC 2014 62; ESMA,

conclusione di accordi per la vendita di strumenti finanziari emessi da un'impresa di investimento o da un ente creditizio al momento della loro emissione» come rientrante nel servizio di esecuzione di ordini (art. 4(1)5 *MiFID II*), così determinando l'applicazione degli obblighi di condotta generali delle imprese di investimento (incluso quello di agire nel miglior interesse ed evitare i conflitti di interesse¹⁴³) e del test di appropriatezza (non di adeguatezza, salvo la prestazione anche dei servizi di consulenza o gestione di portafogli) previsto per i servizi esecutivi (quando non ricorrano gli estremi per la *execution-only*)¹⁴⁴.

Il Regol. UE 1503/2020, con riferimento ai conflitti di interesse, sembra replicare le disposizioni *MiFID II* in materia di identificazione, gestione e altrimenti comunicazione dei conflitti (art. 8, commi 3 ss.) e,

Consultation Paper. MiFID II/MiFIR, (22 maggio 2014), ESMA/2014/549, 82–3, 86; CONSOB, *Raccomandazione sulla distribuzione degli strumenti finanziari tramite una sede di negoziazione multilaterale* (Comunicazione n. 0092492, del 18 ottobre 2016) (che raccomanda l'uso di sedi multilaterali di negoziazione specialmente per il *self-placement* di prodotti complessi, per facilitare la fissazione di un prezzo non influenzato da conflitti di interesse).

¹⁴³ Cfr. anche l'art. 41(2) della Commission Delegated Regulation (EU) 2017/565 of 25 April 2016 supplementing Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council as regards organisational requirements and operating conditions for investment firms and defined terms for the purposes of that Directive: «*Investment firms engaging in the placement of financial instruments issued by themselves or by entities within the same group, to their own clients, including their existing depositor clients in the case of credit institutions, or investment funds managed by entities of their group, shall establish, implement and maintain clear and effective arrangements for the identification, prevention or management of the potential conflicts of interest that arise in relation to this type of activity. Such arrangements shall include consideration of refraining from engaging in the activity, where conflicts of interest cannot be appropriately managed so as to prevent any adverse effects on clients*».

¹⁴⁴ Su questi aspetti, cfr. L. ENRIQUES–M. 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; K. LIEVERSE, *The Scope of MiFID II*, in *Regulation of the EU Financial Markets*, D. BUSCH–G. FERRARINI (a cura di), cit., 29-30. Peraltro, tale disposizione non si applica al *self-placement* dei portali dal momento che i gestori di portali della sezione ordinaria non sono imprese di investimento né banche (ma, altrimenti, il *self-placement* costituirebbe attività vietata alle piattaforme in quanto esecuzione di ordini). Secondo A. LAUDONIO (*Equity-based crowdfunding*, cit.), il regime del *self-placement* nell'*equity crowdfunding* risulterebbe invece più leggero rispetto al settore tradizionale a causa dell'ampia nozione di "consulenza" adottata con riferimento al settore tradizionale dalla giurisprudenza italiana, la quale imporrebbe di contro lo standard di adeguatezza.

insieme al Regolamento delegato n. 2022/2111 sulla materia, non si discosta da quanto già previsto in linea generale dal previgente regime italiano¹⁴⁵.

In aggiunta, però, il Regol. UE 1503/2020 vieta anche ai fornitori di pagare o accettare remunerazioni, sconti o benefici non monetari per canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta (art. 3, par. 3), oltre che di partecipare alle offerte sulla piattaforma (art. 8, par. 2; - dovendosi con questo intendere vietato anche il *self-placement*)¹⁴⁶ - o di ammettere come offerenti amministratori, impiegati, titolari di partecipazioni qualificate e soggetti collegati. Questi ultimi potranno invece figurare come investitori purché siano assicurate trasparenza e parità di condizioni tra investitori: su tali aspetti quindi la normativa europea appare più stringente della disciplina italiana e sembrerebbe comunque precludere o semplicemente escludere dal campo di applicazione del Regolamento europeo anche modelli di co-investimento/*co-lending* da parte delle piattaforme e forse anche di *success fee*, invece in uso nella prassi.

9. *Obblighi generali di condotta.*

Il comma 5, lett. *d*) dell'art. 50-*quinquies* t.u.f. rinviava alla normativa secondaria della Consob per l'individuazione degli specifici obblighi di condotta cui erano tenuti i gestori di portali, con semplificazioni per i clienti professionali. L'art. 13, comma 1, del previgente regol. Consob *crowdfunding* individuava gli stessi, in linea generale, nel dovere di operare con diligenza, correttezza e trasparenza, nel rispetto della parità dei clienti in situazioni identiche. Tale obbligo generale ricorda il corrispondente a carico delle SIM contenuto nella prima parte dell'art. 21 t.u.f. ma non può non sottolinearsi l'assenza nel primo del richiamo alla finalità dell'attività degli intermediari ("per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati"). I fornitori italiani di *investment-based crowdfunding* non erano finora di

¹⁴⁵ Ad esempio, l'art. 1, par. 1 del Regol. delegato 2022/2111 specifica che le regole di gestione dei conflitti di interesse devono essere stabilite per iscritto, essere appropriate alle dimensioni e organizzazione del fornitore di servizi e alla natura e complessità dei servizi, riviste almeno annualmente e corrette in caso di difetti.

¹⁴⁶ Cfr. anche D. PEREIRA DUARTE, *Intermediation risk and conflict of interest* (Art. 8), in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 144.

per sé soggetti né ad obblighi di adeguata verifica (anzi, la quota obbligatoria di sottoscrizione da parte di investitori professionali mirava proprio a rimediare a tale limite) né soggetti obbligati ai sensi della Direttiva *AML/CT*; i fornitori di *business-lending* italiani erano invece sottoposti alla *know your customer rule* qualora operanti in Italia come IP o 106 t.u.b.

Gli obblighi generali di condotta dei fornitori di *crowdfunding* contenuti ora nel Regol. UE 1503/2020 ricalcano grossomodo quelli *MiFID*, dovendo agire in modo onesto, equo e professionale e nel miglior interesse dei clienti (art. 3, par. 2)¹⁴⁷. Benché non sia espressamente previsto un obbligo di accurata selezione degli offerenti con progetti presenti sulla piattaforma e questo possa essere dedotto solo parzialmente dal generale dovere di agire professionalmente, la versione del Regolamento UE da ultimo approvata ha introdotto un obbligo a carico dei fornitori di adeguata verifica “minima” dei titolari dei progetti, volta ad appurare l’assenza di precedenti penali rilevanti e/o l’assenza di legami con giurisdizioni ad alto rischio o non cooperative ai sensi della disciplina antiriciclaggio (Direttiva *AML/CT* n. 2015/849 e normative nazionali di recepimento) (art. 5)¹⁴⁸. Gli Orientamenti di vigilanza di Banca d’Italia in materia di *crowdfunding* si suggerisce di verificare, con riferimento ai titolari di progetto, i medesimi precedenti penali e richiedere la stessa documentazione richiesti dal t.u.f. nell’ambito dei requisiti degli esponenti. Invece, i fornitori di *crowdfunding* non saranno considerati soggetti direttamente obbligati ai sensi della normativa antiriciclaggio per cui spetterà ai soggetti autorizzati a fornire servizi di pagamento (i fornitori di *crowdfunding* autorizzati anche come IP o un IP terzo) svolgere i relativi controlli, salvo e fintantoché la Commissione non decida di rivedere in tal senso la Direttiva *AML/CT* (art. 10; 45, par. 2)¹⁴⁹. Non

¹⁴⁷ Risulta assente il riferimento all’integrità del mercato che viene però recuperato nell’art. 4 tra gli obblighi degli organi di gestione dei fornitori.

¹⁴⁸ Cfr. anche M. LOUISSE, *Due diligence of project owners (Art. 5)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 105 ss.

¹⁴⁹ Cfr. Art. 45, par. 2, lett. p) Regol. UE 1503/2020 (sulla valutazione, nella relazione della Commissione, dell’opportunità di includere i fornitori di *crowdfunding* nell’elenco delle “*obliged entities*” ai sensi della Dir. 2015/849). L’EBA, nelle sue recenti “*Guidelines on ML/TF risk factors (revised)*” (1 March 2021; EBA/GL/2021/02), anche per aver dedicato un’intera sezione ai fornitori di *crowdfunding* (*guideline 17*), sembrerebbe ritenere questi ultimi soggetti obbligati ai

sono poi previsti specifici obblighi in termini di sicurezza informatica e rischio tecnologico (comunque coperti dai requisiti prudenziali per rischio operativo: *infra*) ma il recente Regolamento *Digital Operational Resilience Act* (DORA)¹⁵⁰, introdurrebbe obblighi in tal senso anche per le piattaforme di *crowdfunding*.

10. *Obblighi di trasparenza.*

10.1. *Obblighi informativi propri generali.*

Gli obblighi di trasparenza dei gestori italiani erano tra i più penetranti ma tali da tenere conto del carattere innovativo e comunque esclusivamente online del fenomeno, per cui tali obblighi potevano essere soddisfatti in parte in formato elettronico, anche con l'utilizzo di tecniche multimediali (*pitch*, video, immagini, ecc.)¹⁵¹. Con riferimento al gestore, questo doveva pubblicare sul sito in forma sintetica e comprensibile (anche attraverso tecniche multimediali), le informazioni sul gestore stesso (anche su chi detiene il controllo e su chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo e sul sistema di

sensi della V direttiva *AML/CT* ma alla luce del testo del Regolamento europeo sul *crowdfunding* e delle negoziazioni trilaterali, la linea guida 17 sembra doversi interpretare come applicabile ai fornitori di *crowdfunding* che siano già coperti dalla Direttiva *AML/CT* (e quindi che siano già autorizzati anche come IP, agenti di IP, banca o impresa di investimento), in aggiunta alle altre relative linee guida per rispondere a specifici rischi collegati in particolare al *crowdfunding*. Sul tema cfr. anche M. LOUISSE, *Due diligence*, cit., 105-112 e S. HOOGHIEMSTRA, *The provision*, cit., 181. La Norvegia, dove i fornitori di servizi di *crowdfunding* erano sottoposti alla normativa *AML-CT* nell'ambito del previgente regime, ha deciso di mantenere comunque tale obbligo (nonostante la chiara indicazione in senso contrario nel regolamento UE e la natura di fonte di armonizzazione massi): cfr. E. HÄRKÖNEN-T. NEUMANN-C. HØJVANG CHRISTENSEN, *op. cit.*, 765-78.

¹⁵⁰ Regolamento (UE) 2022/2554 del 14 dicembre 2022 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario e che modifica i regolamenti (CE) n. 1060/2009, (UE) n. 648/2012, (UE) n. 600/2014, (UE) n. 909/2014 e (UE) 2016/1011 OJ [2022] L 333/1. Il nuovo regime si applica a tutte le imprese del settore finanziario in maniera trans-settoriale, mirando ad assicurare l'abilità di queste a resistere a tutti i tipi di discontinuità e minacce collegate all'uso di tecnologie dell'informazione e comunicazione e ad introdurre un sistema di monitoraggio per i fornitori *ICT* ritenuti critici per il settore finanziario (v. *cloud computing*).

¹⁵¹ Cfr. Articoli 14, comma 1; 15, comma 1; 16, comma 2, regol. *Crowdfunding*; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding*, cit., 543.

assicurazione professionale) e sulla sua attività. In particolare, in merito a quest'ultima, dovevano essere indicate, oltre alle date di inizio, interruzione o riavvio, le modalità di selezione delle offerte o l'eventuale affidamento a terzi della stessa, le misure di gestione degli ordini (specificando se si svolgeva la verifica di appropriatezza direttamente), i costi, le misure anti-frode predisposte, di *privacy*, di gestione dei conflitti di interesse e dei reclami, le misure per assicurare il rispetto dei limiti previsti all'offerta di obbligazioni e titoli di debito e per la gestione e funzionamento di eventuali bacheche elettroniche, le misure stragiudiziali di risoluzione delle controversie, dati aggregati su offerte ed esiti, la normativa applicabile (e collegamento ipertestuale al registro dei gestori e al sito di *investor education* della Consob), estremi di eventuali sanzioni, e presenza o meno di iniziative adottabili nei confronti degli offerenti che violino le regole di funzionamento del portale (previgente art. 14 regol. Consob *crowdfunding*). Quest'ultimo inciso permetteva – senza però imporli – sistemi di auto-disciplina del settore.

In secondo luogo, sempre a livello di informazioni generali, il gestore doveva fornire in maniera sintetica e facilmente comprensibile (anche attraverso tecniche multimediali) informazioni sull'investimento in strumenti finanziari tramite portale, quali i rischi di perdita anche totale di capitale, il rischio di illiquidità, il divieto legale di distribuzione degli utili in caso di start-up innovative (*ex art. 25 Decreto Crescita bis*), il trattamento fiscale degli investimenti in caso di start-up e PMI innovative, i limiti all'emissione e offerta di obbligazioni/titoli di debito (anche richiamando l'attenzione degli investitori su questi), le deroghe al diritto societario e fallimentare, i contenuti tipici del *business plan* o regolamento OICR/statuto societario, diritto di recesso e modalità di esercizio in caso di investitore *retail ex* previgente art. 13, comma 5 regol. Consob *crowdfunding* (previgenti artt. 13, comma 3-*bis* e 15 regol. Consob *crowdfunding*).

Per quanto riguarda invece i gestori di piattaforme di *lending*, non sussistevano obblighi specifici, per cui le informazioni da fornire obbligatoriamente si limitano a rischi e costi ed altre informazioni essenziali richieste, ad esempio, dagli art. 115 ss. t.u.b. (per banche e intermediari *ex art. 106 t.u.b.*) o codice del consumo.

Gli obblighi informativi previsti dal Regol. UE 1503/2020 posti direttamente a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding* non si

discostano particolarmente dal suddetto regime italiano ma presentano alcune importanti aggiunte. I fornitori devono infatti fornire ai clienti, prima che questi partecipino ad un'operazione di finanziamento, informazioni su sé stessi, costi, oneri e rischi finanziari connessi ai servizi di *crowdfunding* e relativi investimenti, oltre che i criteri di selezione dei progetti. Essi devono anche avvertire i clienti dell'assenza di garanzie tradizionali quale quella sui depositi o di indennizzo degli investimenti e del diritto di recesso di pentimento a favore degli investitori non sofisticati da esercitarsi entro quattro giorni (v. *infra*). Tali informazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e, a seconda della specifica informazione, poste in una posizione ben visibile indipendentemente dal mezzo utilizzato (sito, app, ecc.) o in una sezione chiaramente identificata e facilmente accessibile del sito (art. 19). Altre informazioni specifiche riguardano il sistema di gestione dei reclami (art. 7), conflitti di interesse (art. 8) e chi fornisce eventuali servizi di custodia e pagamento (art. 10).

Obblighi specifici di *disclosure* sono però imposti con riferimento a particolari tipi di servizi. In caso di intermediazione in prestiti, i fornitori devono pubblicare sul sito web annualmente i tassi di *default* - calcolati secondo gli standards tecnici elaborati dall'ESMA¹⁵² - dei progetti di *crowdfunding* offerti almeno negli ultimi 36 mesi oltre ad un lungo elenco di altre informazioni da pubblicare in un rendiconto annuale dei risultati (Art. 20). Qualora i fornitori offrano servizi di *scoring/pricing*, essi devono anche comunicare il metodo di calcolo impiegato. In caso di gestione di portafogli di prestiti, sarà necessario indicare i metodi usati per la valutazione del rischio di credito (Art. 6, par. 2) e, durante il rapporto, fornire agli investitori informazioni dettagliate sulla composizione del portafoglio specificate nel paragrafo 4 dell'art. 6 (su tasso di interesse medio, distribuzione per categoria di rischio, garanzie, ecc.) e, in presenza di un fondo a copertura dei rischi, ulteriori dettagliate informazioni ed avvertimenti sullo stesso (su funzionamento, *performance*, ecc.; art. 6, parr. 5-6). Infine, qualora abbiano istituito e gestiscano bacheche elettroniche, gli obblighi (e

¹⁵² Cfr. *Commission Delegated Regulation (EU) 2022/2115 of 13 July 2022 with regard to regulatory technical standards specifying the methodology for calculating default rates of loans offered on a crowdfunding platform*. Cfr. anche D. PEREIRA DUARTE, *Investor protection and information to clients (Articles 19–20 and 26)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 268 ss.

ruolo) dei fornitori sono decisamente più marcati rispetto al regime italiano: essi dovranno non solo informare i partecipanti della natura della bacheca (diversa da un sistema multilaterale di negoziazione o simili) e fornire certi avvertimenti agli investitori non sofisticati (v. *supra* §3.3) ma anche comunicare dati sulla performance dei prestiti presenti sulla bacheca e, qualora suggeriscano un prezzo di riferimento, specificare che lo stesso non è vincolante, motivando ed informando in merito alla metodologia per stabilirlo (art. 25, parr. 3 e 5).

Tali norme sono completate da quelle sul *marketing* (artt. 27-28), che, al di là di alcune norme europee minime, sono fissate a livello nazionale e rese note attraverso il sito internet delle autorità competenti (con sintesi pubblicata sul sito dell'ESMA), lasciandosi così ampia discrezionalità nazionale¹⁵³. Il nuovo regol. Consob *crowdfunding* 2023 (artt. 8-10) stabilisce che le comunicazioni di *marketing* relative ai servizi di *crowdfunding*, oltre ad dover essere aggiornate e pertinenti al mezzo utilizzato, devono indicare la denominazione del fornitore e indirizzo internet della piattaforma e presentare una descrizione corretta dei rischi connessi all'investimento, rappresentando inoltre i rischi «tramite un carattere di dimensioni almeno uguali a quelle utilizzate per le altre informazioni fornite, nonché una disposizione grafica tale da assicurare che i rischi siano messi in evidenza», non mascherando, minimizzando od oscurando gli stessi.

10.2. *Obblighi informativi relativi a singole offerte e “derivati”*: ruolo di gatekeeper?

I gestori italiani di portali dovevano anche farsi tramite di informazioni non proprie, dovendo rendere disponibili agli investitori in maniera dettagliata, chiara, corretta, non fuorviante e senza omissioni le informazioni trasmesse dall'offerente in merito alla singola offerta, in modo da renderli in grado di prendere decisioni consapevoli, avendo compreso la natura dell'investimento, il tipo di strumenti ed i rischi connessi (previgente art. 13, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*).

¹⁵³ Cfr. M. LOUISSE-P. ORTOLANI, *Marketing Communications and the Digital Single Market*, in *The EU Crowdfunding Regulation*, P. ORTOLANI-M. LOUISSE, cit., 293; T. MARTINI VARVESI-V. TORTORICI, *The New European Rules on Advertising Crowdfunding Campaigns Between Proportionality and Customer Protection - Articles 27 & 28*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 367ss.

Tuttavia, non essendo previsti espliciti obblighi di verifica delle informazioni fornite dall'offerente, al di là del generale obbligo di predisporre misure anti-frode, l'obbligo informativo in questione sembrava un requisito riguardante la presentazione delle informazioni e le modalità espositive, piuttosto che i contenuti¹⁵⁴, probabilmente in considerazione della natura in principio meramente esecutiva del servizio in questione, della necessità di contenere i costi ed aumentare l'accesso delle PMI ai finanziamenti, della distinzione rispetto agli operatori tradizionali (la fiducia nei confronti dei quali riveste rilevanza sistemica e che richiede, al contrario dei gestori di portali, di agire "nell'interesse dei clienti e dell'integrità del mercato") e del ruolo di supporto (in quanto a *due diligence*) svolto dagli investitori professionali che dovevano sottoscrivere preliminarmente l'offerta.

Il gestore, inoltre, non doveva d'altra parte diffondere notizie non coerenti con le informazioni pubblicate sul portale (salvo che si mirasse a correggere errori) ma doveva d'altra parte mantenere tali informazioni aggiornate e renderle accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e disponibili agli interessati che ne facessero richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta (previgente art. 13, comma 4, regol. Consob *crowdfunding*).

In particolare, i gestori dovevano pubblicare le informazioni specificate nell'allegato 3 del previgente regol. Consob *crowdfunding* trasmesse dall'offerente, anche ricorrendo a tecniche multimediali purché fossero rese disponibili al cliente anche su supporto durevole (art. 16, commi 1 e 2, previgente regol. Consob *crowdfunding*). Tali informazioni dovevano essere precedute dall'avvertenza con evidenza grafica in merito all'assenza di approvazione da parte della Consob delle informazioni e all'esclusiva responsabilità dell'offerente per la completezza e veridicità dei dati e delle informazioni fornite da questi, oltre ad un richiamo agli investitori sull'illiquidità dell'investimento (cfr. allegato 3 previgente regol. Consob *crowdfunding*, sezione "avvertenza"). Dovevano poi essere descritti i rischi specifici connessi all'emittente ed all'offerta e riportate le informazioni fornite dall'emittente (e relativi aggiornamenti), incluse la descrizione

¹⁵⁴ Ciò benché la *MiFID II* richieda agli Stati membri di imporre agli intermediari esenti almeno obblighi di fornire ai clienti informazioni corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive (che dovrebbero qui rilevare ai fini dell'art. 3(2) *MiFID II*).

dell'emittente¹⁵⁵, degli strumenti finanziari¹⁵⁶ e dell'offerta¹⁵⁷. Il gestore doveva poi eventualmente aggiungere informazioni sui servizi forniti da altri (ad esempio, sulle banche o SIM che curavano il perfezionamento dell'ordine, eventuali conflitti di interesse di questi, modalità di gestione degli ordini; il conto presso cui venivano depositati i fondi) o su eventuali servizi del portale in connessione all'offerta, sulle modalità di esercizio di alcuni diritti degli investitori (diritto di revoca e di recesso e di conseguente restituzione dei fondi¹⁵⁸), sui conflitti di interesse e sull'eventuale svolgimento da parte dell'offerente di altre offerte su portali diversi (previgente art. 16, comma 1, lett. b) ss. e allegato 3 regol. Consob *crowdfunding*).

Il documento in questione (scheda di offerta) doveva essere redatto con linguaggio non tecnico (“gergale” *sic*), chiaro e conciso, facilitare la comparabilità delle offerte sul portale e non superare, in quanto a lunghezza, le cinque pagine in formato A4 (requisiti qualitativi), così ricordando il *Key Investor Document* dei PRIIPs (Regolamento n. 1286/2014) o la nota informativa del prospetto. La presenza di uno schema e modello standard predisposto dall'autorità ed i requisiti qualitativi miravano ad aumentare la comparabilità, diminuire il rischio di manipolazione delle informazioni nella presentazione delle stesse (ad esempio, il c.d. *framing* oppure lo sfruttamento di ulteriori *behavioural biases* degli investitori, quali miopia, ottimismo, ecc.) e facilitare la

¹⁵⁵ Ad esempio, *business plan* e dati contabili, descrizione degli organi sociali (anche organo di controllo, revisori, consulenti, ecc.) e CV degli amministratori (ritiene insufficienti tali informazioni nella pratica: B. MELE, *op. cit.*)

¹⁵⁶ La percentuale di capitale sociale cui si riferiscono, i diritti connessi e loro modalità di esercizio, criteri per la determinazione del valore, le clausole in merito alla cessione delle partecipazioni di controllo di start-up e PMI innovative a terzi; in caso di offerta di titoli di debito, informazioni sull'ammontare complessivo, valore nominale, diritti attribuiti, rendimento o criteri per determinarlo, modalità di pagamento e rimborso.

¹⁵⁷ Condizioni generali, quota di sottoscrizione di investitori professionali o assimilati, modalità di calcolo della stessa e di pubblicazione sullo stato di adesioni, costi sull'investitore anche per la trasmissione di ordini, spese per l'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote *ex art. 100-ter t.u.f.* e bacheca elettronica, quota già sottoscritta da investitori professionali o assimilati, trattamento fiscale in caso di offerta di titoli di debito, le categorie di investitori cui è riservata l'offerta di titoli di debito, dei limiti di cui agli artt. 2412 e 2483 c.c. e circa l'eventuale destinazione alla quotazione dei titoli di debito.

¹⁵⁸ Oltre che su legge applicabile e foro competente, lingua delle comunicazioni.

leggibilità del documento e comprensione da parte dell'investitore; tuttavia, le informazioni richieste restavano comunque numerose, non potendosi quindi escludersi fenomeni di *over-load* informativo¹⁵⁹.

Il Regol. UE 1503/2020, con riferimento alle informazioni da fornire relativamente alle singole offerte, richiede che i fornitori di servizi di *crowdfunding* mettano a disposizione degli investitori una scheda informativa sintetica (massimo 6 pagine, senza note) su supporto autonomo e durevole e dal linguaggio non tecnico (in inglese, *Key Investor Information Sheet – KIIS*, nuovamente ispirato al *KID*) redatta dal titolare del progetto (tranne in caso di gestione individuale di portafogli, nel qual caso sarà il fornitore di servizi a redigerlo¹⁶⁰) sul modello elaborato dall'ESMA¹⁶¹. Quest'ultimo, in sede di consultazione giudicato come eccessivamente dettagliato (e già di per sé di sei pagine)¹⁶², dovrebbe contenere le informazioni chiave,

¹⁵⁹ In materia di *behavioural science* e settore finanziario: F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023; E. BRODI-M. MOTTERLINI, *Choice Architecture Matters: The Case of Investor Protection within the Italian Crowdfunding Market*, in *European Company Law*, 2014, 11, 5, 253; U. MORERA-E. MARCHISIO, *Finanza, mercati, clienti e regole... ma soprattutto persone*, in *AGE*, 2012, 19 ss.; G. SPLINDER, *Behavioural Finance and Investor Protection Regulations*, in *Journal of Consumer Policy*, 2011, 34, 3, 315; N. LINCIANO, *Finanza comportamentale e scelte di investimento. Implicazioni per la vigilanza*, in *La finanza comportamentale e le scelte di investimento dei risparmiatori. Le implicazioni per gli intermediari e le Autorità*, AA.VV., Quaderni di Finanza Consob n. 68 (maggio 2011), 81 ss.; U. MORERA, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, 77; N. BARBERIS-R. THALER, *A Survey of Behavioral Finance*, NBER Working Paper 2002 n. 9222, <http://www.nber.org/papers/w9222>. Con specifico riferimento al settore del *crowdfunding*, [...] per discussione e riferimenti: E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa*, 292-93; ID., *Peer-to-peer ed informazione*, cit.

¹⁶⁰ In tal caso la scheda informativa contiene anche informazioni parzialmente diverse, relative ad esempio anche alla metodologia per la valutazione del rischio di credito, criteri nella composizione del portafoglio, *servicing*, strategie di diversificazione, ecc. (art. 24; allegato I).

¹⁶¹ Commission Delegated Regulation (EU) 2022/2119 of 13 July 2022 with regard to regulatory technical standards for the key investment information sheet.

¹⁶² Cfr. risposte alla consultazione (disponibili al link: <https://www.esma.europa.eu/press-news/consultations/consultation-draft-technical-standards-under-ecsp-regulation>) di MTÜ FinanceEstonia, Italiafintech, Dutch crowdfunding industry association & Foundation SME Finance (modello *KIIS* troppo lungo e troppo dettagliato). *Contra* Financement Participatif France, Bundesverband Crowdfunding – German Crowdfunding Association (modello *KIIS* ben bilanciato).

parzialmente differenziate a seconda del tipo di servizio e prodotto, sugli offerenti, prodotti e termini delle offerte, in particolare sui rischi, le principali condizioni economiche e spese, oltre che avvertimenti sull'assenza di controlli e tutele tradizionali (quali garanzie, test di appropriatezza, controlli delle autorità), rischi specifici (illiquidità, potenziali perdite) e la raccomandazione, nuova per il contesto Italiano, di non investire più del 10% del proprio patrimonio netto (art. 23, par. 6-7 e allegato I). In Italia, in aggiunta, i fornitori dovranno anche comunicare ai clienti, per le singole offerte, se hanno adottato il regime alternativo di trasferimento delle quote di s.r.l. e la modalità di rispetto dei limiti in materia di titoli di debito (art. 12 regol. Consob *crowdfunding* 2023).

Il *KIIS* dovrà essere redatto in una delle lingue ufficiali o accettate dall'autorità nazionale competente che abbia autorizzato il fornitore e l'Italia ha scelto di indicare solo l'italiano (art. 6, comma 2, regol. Consob *crowdfunding* 2023); in caso però in cui il fornitore distribuisca i prodotti in altri Stati membri, il *KIIS* dovrà essere reso disponibile anche in almeno una delle lingue ufficiali o accettate da tali Stati (art. 23, par. 2-3)¹⁶³. Il fornitore di servizi dovrà rendere disponibile il *KIIS* agli investitori ma anche, contestualmente, a Consob (art. 6, comma 1, regol. Consob *crowdfunding* 2023¹⁶⁴), la quale però non dovrà approvarlo, potendo eventualmente solo emettere avvertimenti agli investitori o prendere altri simili avvertimenti.

Benché la scheda sia predisposta dal titolare di progetto sotto la sua responsabilità, il fornitore di servizi di *crowdfunding* è sottoposto a diversi obblighi in relazione alla stessa, che vanno al di là del semplice obbligo di fornire la stessa all'investitore (cfr. anche nuovo art. 100-ter, comma 6, t.u.f.; art. 6 regol. Consob *crowdfunding* 2023).

Le informazioni richieste nella bozza di *KIIS* in questione non si discostano molto dalla scheda informativa descritta *supra* e richiesta dal regolamento Consob sul *crowdfunding*, benché appaiano più dettagliate in alcune parti (rischi, prodotti, fondi propri, inadempimenti dell'offerente negli ultimi 5 anni, modalità per reclami).

¹⁶³ L'investitore può chiedere la traduzione in una lingua ulteriormente diversa ma il fornitore non è tenuto a soddisfare la richiesta, pur dovendo, in caso di rifiuto, raccomandare all'investitore di non procedere con l'investimento (art. 23, par. 13).

¹⁶⁴ Ai sensi dell'art. 24, par. 14, Regol. UE 1503/2020 si sarebbe potuto chiederne l'invio fino a 7 giorni prima.

Il fornitore, infatti, deve apprestare misure per verificare che le informazioni contenute nella scheda siano complete, chiare e corrette (art. 23, par. 1-2 e 11). Inoltre, qualora il fornitore individui omissioni, errori o imprecisioni materiali nelle informazioni (cioè che possano avere “ripercussioni significative sul rendimento atteso dell’investimento”) dovrà segnalare tempestivamente le stesse al titolare del progetto perché questi completi o corregga il *KIIS*, dovendo altrimenti sospendere temporaneamente l’offerta o, in caso di inerzia, cancellarla. Nel frattempo, dovrà informare gli investitori, incluso del loro diritto di revocare l’adesione (art. 23, par. 12). Inoltre, il fornitore dovrà essere informato dal titolare di progetti di ogni variazione delle informazioni contenute nel *KIIS* durante l’offerta, dovendo informare gli investitori che avessero espresso un interesse per l’offerta o già aderito all’offerta sulle variazioni significative (art. 23, par. 8).

Rispetto perciò al previgente regime italiano¹⁶⁵, il ruolo della piattaforma, perlomeno rispetto alle informazioni trasmesse dal titolare del progetto, appare più marcato, andando il fornitore di *crowdfunding* a sostituire l’autorità di vigilanza nei controlli del documento e assumendo dunque maggiormente i contorni di un *gatekeeper*. Tuttavia, tale ruolo assumerà tratti più chiari solo a seguito della miglior definizione di alcuni termini impiegati e del regime di responsabilità stabilito a livello nazionale.

In particolare, la verifica della “*correctness*” del *KIIS* (termine inglese inusuale per la terminologia tipicamente usata dalla normativa finanzia europea) non viene ulteriormente definita nel Regolamento europeo né dai Regolamenti delegati. Tale obbligo è stato aggiunto durante le negoziazioni trilaterali dal Parlamento europeo ed è stato inizialmente interpretato, riduttivamente, come riferito 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, le *Questions & Answers* predisposte da Commissione e ESMA sembrano superare tale impostazione “minimalista” e “formalista”: il titolare del progetto è l’unico responsabile per ogni

¹⁶⁵ Secondo F. BONCRISTIANO, *Autorità private e mercati finanziari: il caso dei portali di equity crowdfunding*, in *Dir. banc. fin.*, 2019, I, 103, in Italia si lasciava maggiormente la questione affidata all’autonomia privata, con le piattaforme simili a gestori di mercati (pur senza base giuridica).

“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”. Inoltre, 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*» e «*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).

D’altra parte il Regol. UE 1503/2020, rievocando le corrispondenti disposizioni del regolamento Prospetto¹⁶⁶, lascia alle disposizioni nazionali dirimere le questioni in materia di responsabilità, richiedendo che gli Stati membri adottino regole che assicurino «la responsabilità di almeno il titolare del progetto o dei suoi organi amministrativi, di direzione o di controllo per le informazioni fornite (fuorvianti o imprecise o omissive)» nella scheda e l’identificazione chiara degli stessi (art. 23, parr. 9-10). In Italia, in continuità col previgente regime, si è deciso di lasciare il titolare di progetto unico responsabile, anche in caso di traduzioni predisposte dal fornitore, salvo il caso di prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli (art. 100-ter, commi 7 e 8, t.u.f.).

Ad ogni modo, si era già discusso in dottrina, nella vigenza del precedente regime, sulla possibilità di ritenere comunque responsabile il gestore di piattaforma in applicazione di principi generali o per interpretazione estensiva di regimi assimilabili, per cui ci si potrebbe

¹⁶⁶ Sulla difficoltà nel raggiungere un regime comune di responsabilità da prospetto anche a causa delle rilevanti differenze nazionali: *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, D. BUSCH-G. FERRARINI-J.P. FRANX (a cura di), Oxford, OUP, 2019, capitolo 18 ss.; N. MOLONEY, *EU Securities*, cit., 121-22; ESMA, *Comparison of Liability Regimes in Member States in Relation to the Prospectus Directive*, (30 May 2013), https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2013-619_report_liability_regimes_under_the_prospectus_directive_published_on_website.pdf. Nel contesto del crowdfunding, cfr. anche K. WENZLAFF et al., *On the merits of the Key Investment Information Sheet in the ECSPR (Arts 23–24 and Annex I)*, in *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 333.

chiedere se tali riflessioni siano trasponibili nel nuovo contesto di applicazione del regime europeo. I termini del problema potrebbero infatti apparire simili poiché anche nel previgente regime italiano la responsabilità per il *KIIS* era affermata espressamente solo con riferimento al titolare del progetto¹⁶⁷, non erano stati espressamente posti in capo al gestore obblighi di diligente selezione degli offerenti¹⁶⁸ ma veniva richiesto di agire con diligenza e professionalità (previgente art. 13, comma 1 regol. Consob *crowdfunding*) e di apprestare misure per ridurre il rischio di frode (art. 14, comma 1, lett. b). Tuttavia, si ripete, 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*), decisamente lontani da quelli tipici di un 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 di cui al (ora previgente) art. 94, comma 7, t.u.f.¹⁶⁹ che prevedeva una responsabilità da prospetto del

¹⁶⁷ Cfr. avvertenza nell'allegato 3 al previgente regol. Consob *crowdfunding*.

¹⁶⁸ Essendo il gestore soltanto tenuto a descriverne le modalità di selezione ex art. 14 regol. previgente Consob *crowdfunding* e ad un generale dovere di diligenza.

¹⁶⁹ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata*, cit., 299, 341. In tal senso sembrerebbero interpretare il dettato normativo anche: R. CARATTOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding*, cit., 280; ID., *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l'equity crowdfunding*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, M.T. PARACAMPO (a cura di), Torino, 2017, 147 ss., 158-160; C. IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della normativa italiana e statunitense*, in *Dir. inf.*, 2016, 1, in particolare 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 più aperta ad ipotesi di responsabilità del gestore F. ACCETTELLA-N. CIOCCA, *Emittente e portale*, cit., 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, U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, cit., 79-80; A. LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding*, cit.; A. OTTOLIA (*L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento*

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»¹⁷⁰.

In particolare, l'art. 94 t.u.f., infatti, di per sé non troverebbe applicazione diretta 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 comunque dibattuta in dottrina. A supporto ad ogni modo dell'esclusione 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 Prospetto (eventualmente se mai alla nota di sintesi per la quale non è prevista peraltro responsabilità)¹⁷¹. 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 paragonabile, dovendo astenersi da attività promozionale o suggerimenti o accordi con l'offerente che garantiscano un certo successo dell'iniziativa e non

di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità, in *Dir. banc. fin.*, 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 pubblicizzi di effettuare una selezione discrezionale dei richiedenti ed un'attenta verifica delle informazioni).

¹⁷⁰ Sulla responsabilità da prospetto in generale, cfr. P. GIUDICI, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008; S. BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 785; E. MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 911- 941; V. SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. Merito*, 2010, 880.

¹⁷¹ 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, t.u.f.; 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).

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 5, t.u.f., i soggetti – diversi dal responsabile del collocamento – che abbiano contribuito a redigere il prospetto, rispondono solo con riferimento alle parti di propria competenza (e devono essere indicate espressamente nel prospetto): il gestore, perciò, al di là di alcuni obblighi informativi propri, riguardanti i rischi generali da investimento *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 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 clienti¹⁷².

Nel nuovo contesto determinato dall'applicazione del Regol. UE, il discorso si presenta più complesso: benché infatti molti aspetti appaiano simili, il fornitore espressamente fornisce anche il servizio di collocamento, ha espressi obblighi di verifica ancorché dai contorni incerti e l'assicurazione professionale dello stesso copre espressamente danni da “dichiarazioni false o fuorvianti fatte”¹⁷³. Ad ogni modo,

¹⁷² Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento*, 328-329. Cfr. anche P. CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'equity crowdfunding*, in *Nuova giur. comm.*, 2020, 935; U. MINNECI, *op. cit.*, 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).

¹⁷³ Tale copertura assicurativa sembrerebbe però poter essere riferita ai doveri informativi propri (“dichiarazioni [...] fatte”, non riferite).

l'approccio nazionale derivante dall'applicazione dei principi generali non può tradursi in un obbligo generale di verifica da parte del fornitore 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 piattaforma¹⁷⁴ oltre che contraddire la scelta di responsabilità esclusiva del *KIIS* del titolare del progetto fatta dal legislatore italiano. In generale, il fornitore non appare 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 adeguatezza (nel tempo esteso anche a servizi formalmente esecutivi)¹⁷⁵, 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*¹⁷⁶. 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

¹⁷⁴ Cfr. M. MOZZARELLI, *op. cit.*

¹⁷⁵ L. ENRIQUES-M. GARGANTINI, *op. cit.*, 485; A. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2015, I, 31.

¹⁷⁶ Tale regime sarebbe vicino a quello vigente negli Stati Uniti (per interpretazione applicativa della SEC); in Australia, invece il regime di responsabilità delle piattaforme di *crowdfunding* è differenziato: *strict liability* con riferimento alle verifiche sulla chiarezza del documento informativo; responsabilità per omissioni o ingannevolezza delle informazioni solo in caso di mancata predisposizione di sistemi di controllo o, di nuovo, di *red flags*: per un'analisi comparatistica di questi aspetti cfr. E. MACCHIAVELLO, *Investment-Based Crowdfunding Platforms and Their Regulation*, in corso di pubblicazione in *Research Handbook on Comparative Financial Regulation*, E. MARTINO-H. NABILOU-A. PACCES (a cura di), Londra, disponibile in *pre-view* al link <https://ssrn.com/abstract=4474757>.

efficaci a scoraggiare comportamenti poco diligenti dei fornitori di servizi di *crowdfunding*. Il problema appare in parte superato con l'entrata in vigore della L. Capitali che ha abrogato il comma 7 dell'art. 94 e quindi il regime speciale di responsabilità del responsabile del collocamento, come suggerito dal Libro Verde¹⁷⁷.

11. *Obblighi di condotta ulteriori.*

11.1. "Investor Test".

I gestori di portali erano tenuti a trasmettere gli ordini dei clienti a banche e imprese di investimento per l'esecuzione e queste ultime, sottoscritto un contratto quadro in forma scritta con gli utenti, erano tenute ad effettuare per qualunque ordine (anche obbligazioni) di qualunque cliente (anche "s sofisticato" *ex* previgenti art. 24, comma 2, art. 13, comma 5-*bis* e 15, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*) il test di appropriatezza, salvo che gli ordini non superassero per singolo investimento €500 in caso di persone fisiche o €5.000 in caso di persone giuridiche e complessivamente in un anno, rispettivamente, €1.000 e €10.000, sulla base di un'attestazione rilasciata dall'investitore al gestore (previgenti artt. 13, comma 5-*ter*; 17, commi, 3 e 5 regol. Consob *crowdfunding*). La *ratio* di tale esenzione era presumibilmente da ricondursi al tentativo di limitare i costi in caso di somme contenute¹⁷⁸. In caso offrirono consulenza o gestione individuale di portafogli di investimenti, era invece richiesto il test di adeguatezza

¹⁷⁷ MEF, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, (2022), https://www.dt.mef.gov.it/export/sites/sitodt/modules/dipartimento/consultazioni_publiche/LibroVerde-04.pdf.

¹⁷⁸ Per somme contenute, a causa di assenza di economia di scala, l'espletamento di un test di appropriatezza potrebbe risultare antieconomico, comunque considerando che si tratta di un'attività esentata dalle tutele MiFID. In senso invece critico, C. MOSCA, *Collocamento e offerta al pubblico. Riflessioni su una relazione non strettamente necessaria*, in *Riv. soc.*, 2016, 680, 683: «La *ratio* della disapplicazione di questa regola di condotta per le operazioni sotto soglia non è chiara, soprattutto in assenza di una disposizione corrispondente per le operazioni di valore trascurabile nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento». Critica anche E. FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob*, cit., 33 (che dubita della legittimità dell'esenzione per gli ordini sottosoglia alla luce del diritto europeo).

(previgenti artt. 13, comma 5-*bis* e 15, comma 2, regol. Consob *crowdfunding*). Ad ogni modo, a partire dalla modifica del 2016 del previgente regolamento Consob *crowdfunding*, i gestori di portali hanno potuto scegliere, in alternativa (e pubblicizzando sul sito la modalità prescelta di gestione degli ordini: previgente art. 14, comma 1, lett. *c*), di effettuare in proprio, in questo caso, qualunque fossero le somme coinvolte (previgente art. 17, comma 4) e prima di trasmettere gli ordini a banche ed imprese di investimento per la mera esecuzione degli stessi, la valutazione di appropriatezza dell'investimento. In tal caso, il gestore doveva verificare, per ogni ordine di adesione alle offerte, «che il cliente [avesse] il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta» sulla base delle informazioni relative alla conoscenza ed esperienza di questi, inclusi attività, servizi d'investimento e strumenti finanziari con cui l'investitore ha dimestichezza per precedenti esperienze, natura e frequenza di tali operazioni, livello di istruzione e tipo di professione (art. 15, comma 2, lett. *b*) previgente regol. Consob *crowdfunding*). A tal fine, tuttavia, il gestore doveva essersi dotato dei relativi requisiti organizzativi e aver comunicato tale scelta alla Consob sessanta giorni prima di avviare tale attività, insieme alla descrizione delle procedure interne predisposte (previgente art. 20, comma 1-*bis*, regol. *crowdfunding*)¹⁷⁹. La Consob aveva sottolineato che gli obblighi di appropriatezza applicabili ai gestori non di diritto erano da considerarsi analoghi a quelli delle imprese *MiFID*, pur con gli opportuni adattamenti, ed i gestori avrebbero potuto elaborare attraverso le associazioni di categoria linee guida per la definizione di principi e strutture al fine di soddisfare i requisiti di legge¹⁸⁰. Ad ogni modo, qualora l'investimento risultasse

¹⁷⁹ La presenza di un test di appropriatezza anziché di adeguatezza sembra anche derivare dalla natura esecutiva del servizio di *crowdfunding* (assimilato alla ricezione e trasmissione di ordini) e comunque permette di contenere i costi (cfr. anche C. MOSCA, *op. cit.*, 681) ma la scelta non è andata esente da critiche (cfr. U. MINNECI, *op. cit.*, 520-521, che ritiene la scelta controcorrente rispetto alla tendenza espansiva della regola dell'adeguatezza con la MiFID II e comunque non coerente con la rischiosità dell'investimento in s.r.l. – dotate di ampia autonomia statutaria e quote illiquide).

¹⁸⁰ CONSOB, *Revisione del Regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line. Documento "esiti della consultazione"* (2015), 8.

appropriato o al contrario inappropriato ma il gestore ritenesse di procedere avendo avvertito il cliente («anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica»: previgente art. 13, comma 5-*bis*, regol. Consob *crowdfunding*), il gestore doveva trasmettere gli ordini a banche o imprese di investimento, le quali avrebbero eseguito gli ordini senza far sottoscrivere un contratto quadro agli investitori (previgente art. 17, comma 4; da cui un ulteriore possibile abbassamento dei costi). La modifica del 2016 aveva comportato per i gestori di portali, perciò, da un lato, una semplificazione delle procedure ed un abbassamento dei costi in caso di somme sopra soglia (non dovendo necessariamente coinvolgere un operatore tradizionale e far pagare al cliente la relativa commissione) ma, dall'altro, un'estensione della valutazione di appropriatezza con riferimento alle somme prima sotto soglia e quindi non richiedenti l'effettuazione del test se svolto dagli intermediari tradizionali (cfr. previgente art. 17, comma 4, regol. Consob *crowdfunding*), oltre che costi per adeguarsi ai nuovi requisiti organizzativi.

Il Regol. 1503/2020 richiede invece ora ai fornitori di *crowdfunding*, di sottoporre solo gli investitori “non sofisticati” (cfr. *infra* §12.1), in ogni caso (cioè senza che siano fissate soglie minime di esclusione), prima di dar loro accesso alle offerte e comunque ogni due anni, ad un “test delle conoscenze” mirante a verificare se e quale servizio di *crowdfunding* sia appropriato per gli stessi, in considerazione dei loro precedenti investimenti in valori mobiliari, strumenti ammessi e prestati, consapevolezza dei rischi ed esperienza professionale in materia di investimenti in *crowdfunding*¹⁸¹. In caso di risultato negativo

¹⁸¹ L'art. 1, par. 1, del Reg. Del. 2022/2114, richiede di strutturare in due *step* tale verifica, prima in merito agli investimenti in generale e poi agli specifici servizi e prodotti offerti dalla piattaforma. L'art. 3, par. 1, del Regol. Del. n. 2022/2114 di attuazione dell'art. 21, par. 2, impone poi ai fornitori di «*take reasonable steps to ensure that the information collected from non-sophisticated investors [...] is reliable and reflects accurately their knowledge, skills, experience and financial situation, investment objectives and basic understanding of the risks involved*». Tra i requisiti minimi che erano elencati nella bozza preliminare predisposta da ESMA figuravano anche «*reasonable steps to verify that the information provided by the non-sophisticated investor is consistent and accurate*»: tali obblighi di verifica, non presenti nella norma di livello 1, avrebbero comportato costi notevoli per gli operatori, anche, potenzialmente, in termini di responsabilità civile e sono stati eliminati dalla versione finale del regolamento delegato. Questo invece richiede ora ai fornitori di

o informazioni insufficienti, il fornitore deve inviare all'investitore una segnalazione di rischio e ottenere riscontro prima di procedere (art. 21, parr. 1-4) ma tale avvertimento può consistere in un messaggio standardizzato (pur non potendo mai contenere un incoraggiamento all'investimento) e a scomparsa dopo che l'investitori abbia chiuso la finestra o selezionato di procedere (artt. 3 e 4 Regol. Del. UE 2022/2114). In tali termini, tale test assomiglia dunque ad un test di appropriatezza ma condotto ad un livello più astratto, guardando ai servizi di *crowdfunding* in generale piuttosto che a singoli specifici investimenti, ed effettuato in uno stadio preliminare. Tuttavia, da un altro punto di vista tale test sembra presentare punti di contatto anche con la valutazione di adeguatezza, e quindi più severo o “rafforzato” rispetto a quello previsto per i gestori di piattaforme in Italia e a quello di appropriatezza *MiFID*¹⁸². Qualche incertezza deriva indubbiamente dall'aggiunta - su suggerimento del Parlamento europeo - tra le informazioni che il fornitore di *crowdfunding* deve raccogliere dall'investitore per effettuare il test in discorso, quelle sulla situazione finanziaria e sugli obiettivi di investimento dell'investitore, fattori che ricordano appunto il test di adeguatezza. Tuttavia, come sembra emergere dal par. 4 dell'art. 21, il test dovrebbe mirare a verificare che l'investitore abbia sufficienti conoscenze, competenze ed esperienza, benché la raccolta di informazioni riguardi anche altri aspetti¹⁸³.

assicurare che informino gli investitori dell'importanza di fornire informazioni accurate e aggiornate, che i mezzi utilizzati per raccogliere le informazioni siano adeguati ai fini degli investitori non sofisticati e appropriati all'uso da parte degli stessi, che le domande siano tali da poter essere capite dai medesimi e sufficientemente precise (art. 3, par. 2).

¹⁸² ITALIAFINTECH-CHIOMENTI, *op. cit.*, 3 (dove si parla di “appropriatezza rafforzata” e di “valutazione più approfondita”).

¹⁸³ In conseguenza, peraltro, mentre la situazione finanziaria rileva ai fini del successivo test di simulazione delle perdite, le informazioni sugli obiettivi di investimento non sembrano trovare (correttamente) spazio in nessuna delle due valutazioni, con conseguenze incerte anche dal punto di vista della normativa sui dati personali (*GDPR*), salvo che non sia necessario richiederle solo in caso di gestione individuale di portafogli di prestiti e per soddisfare le condizioni fissate per il servizio in questione. Tale interpretazione potrebbe sembrare suggerita dall'art. 2, par. 2, Regol. Deleg. 2022/2114 che richiede l'informazione sugli obiettivi di investimento «*where relevant in relation to the type of crowdfunding service offered*». Nell'ambito degli obiettivi, il medesimo art. 2, par. 2, fa riferimento (per la prima volta e a differenza della normativa primaria) anche alle preferenze di sostenibilità.

Qualora prevalesse un'interpretazione a favore dell'inclusione anche degli obiettivi di investimento nella valutazione di cui all'art. 21 Regol. 1503/2020, si tratterebbe effettivamente di una forma ibrida ed inusuale di test, a metà strada tra appropriatezza e adeguatezza, e comportante costi significativi per gli operatori senza che ne conseguano però tutele effettive (essendo sufficiente un avvertimento per superare un risultato negativo).

I fornitori dovranno poi chiedere agli investitori non sofisticati di effettuare, attraverso il sistema messo a disposizione dalla piattaforma¹⁸⁴, una simulazione delle perdite, verificando (prima dell'investimento e comunque ogni anno) che gli stessi siano in grado di sopportare eventuali perdite calcolate nel 10% del loro patrimonio netto: questo meccanismo, estraneo al previgente regime italiano sul *crowdfunding*, potrebbe ricordare maggiormente un test di adeguatezza ma non riguarda gli obiettivi di investimento e un risultato negativo, di nuovo, non impedisce l'investimento, richiedendo solo che gli investitori ne prendano atto (art. 21, parr. 5-6).

11.2. *Ulteriori obblighi.*

I gestori italiani erano gravati di una serie di obblighi di verifica delle condizioni fissate per legge per le offerte di *crowdfunding*, dovendo verificare che non fosse superato il limite massimo dell'offerta o altri limiti (di emissione per i titoli di debito o possibili sottoscrittori) e che gli statuti societari degli offerenti riconoscessero alcuni diritti degli investitori *ex* previgenti artt. 24-25 regol. Consob *crowdfunding* (cfr. *infra*: diritti di recesso o co-vendita degli investitori *retail in equity* in caso di cambio di controllo) o certe procedure (ad esempio, la comunicazione alla società e pubblicazione sul sito dei patti parasociali; la clausola di emissione di titoli di debito da parte delle s.r.l.).

Tra questi, il gestore italiano di piattaforme doveva, solo in caso di offerta di quote di capitale, verificare il rispetto della condizione di perfezionamento dell'offerta¹⁸⁵ consistente nella parziale sottoscrizione

¹⁸⁴ ESMA suggerisce un sistema di simulazione online: cfr. art. 5, par. 1, *Commission Delegated Regulation 2022/2114*.

¹⁸⁵ Nella proposta di riforma tale requisito del 5% era invece condizione di presentazione dell'offerta sul portale ed avrebbe quindi limitato la visibilità stessa dell'offerta, compromettendone inevitabilmente il successo.

da parte di investitori professionali¹⁸⁶, di fondazioni bancarie o di incubatori di start-up innovative (previsti all'articolo 25, comma 5, del decreto Crescita *bis*) e di “investitori a supporto delle piccole e medie imprese” - i c.d. *business angels*¹⁸⁷ - (previgente art. 24, comma 2,

¹⁸⁶ L'art. 2, comma 1, lett. j) del previgente regolamento Consob *crowdfunding* specificava (come modificato nel 2016) che dovevano intendersi per “investitori professionali”, «i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze». I clienti professionali privati su richiesta possono essere i soggetti che, facendone richiesta, siano in possesso di almeno due dei seguenti requisiti: a) effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre negli ultimi quattro trimestri; b) il valore del portafoglio di strumenti finanziari, depositi in contanti inclusi, superiore a €500.000; c) lavoro presente o passato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza dei servizi e operazioni previsti (allegato 3, sez. II.1, regol. intermediari 16190/2007). I clienti pubblici su richiesta, in base all'art. 3 del Decreto ministeriale n. 236 dell'11 novembre 2011, sono invece identificati nelle Regioni, nelle Province autonome di Trento e Bolzano, nei soggetti di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 18 agosto 2000, n. 267, e negli enti pubblici nazionali e regionali rispondenti a determinate caratteristiche. L'art. 24, comma 2-*bis*, previgente regol. Consob *crowdfunding* prevedeva poi che il cliente professionale su richiesta trasmetta al gestore un'attestazione rilasciata dall'intermediario di cui è cliente, dalla quale risulta la classificazione quale cliente professionale.

¹⁸⁷ Nella versione del regolamento Consob *crowdfunding* del novembre 2017 si rinomina la figura dell'investitore a supporto dell'innovazione in “investitore a supporto delle piccole e medie imprese” a seguito del summenzionato allargamento della categoria degli offerenti. Ad ogni modo, questi investitori sono stati identificati, non senza criticità, negli investitori con un «valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a cinquecento mila euro, in possesso dei requisiti di onorabilità previsti dall'articolo 8, comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti: i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindici mila euro; ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese, diverse dalla società offerente» (art. 24, comma 2, regol. *crowdfunding*, versione 2019). Il successivo comma 2-*bis* specifica la documentazione da allegare (per es., dichiarazioni di banche e di imprese di investimento) per attestare il possesso dei requisiti in questione. La legge di bilancio 2019 ha introdotto nel t.u.f., all'art. 1, comma 1, lett. m-*undecies*.1) la definizione di

regol. Consob *crowdfunding*), al fine di “rassicurare” gli investitori sull’affidabilità dell’offerta con un allineamento di interessi tra investitori in grado di effettuare gli opportuni controlli e piccoli investitori (con conseguente obbligo di comunicare agli investitori la quota sottoscritta – all. 3)¹⁸⁸. La quota in questione era pari al 5% ma, a partire dal 2017, è stata abbassata al 3% in presenza di PMI (tendenzialmente meno opache e rischiose delle start-up) «in possesso della certificazione del bilancio e dell’eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l’offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili» (previgente art. 24, comma 2-ter regol. Consob *crowdfunding*).

Inoltre, nel previgente ordinamento italiano, era anche riconosciuto un diritto degli investitori - indipendentemente dalla natura degli stessi (*retail* o no) o dello strumento finanziario¹⁸⁹ - di revoca in caso di sopravvenienza di un fatto nuovo o errore materiale¹⁹⁰ tra il momento di adesione e quello di chiusura dell’offerta idoneo ad influenzare la decisione dell’investitore¹⁹¹ da esercitarsi entro sette giorni da quando

"*Business Angel*": «gli investitori a supporto dell’innovazione che hanno investito in maniera diretta o indiretta una somma pari ad almeno euro 40.000 nell’ultimo triennio».

¹⁸⁸ Cfr. anche I. CAPELLI, *op. cit.*; U. MINNECI (*op. cit.*, 521) ritiene tale misura insufficiente a proteggere gli investitori in considerazione dell’assenza di controllo delle informazioni da parte della Consob, di irresponsabilità del gestore di piattaforma per le informazioni trasmesse dall’emittente, dell’inesistenza di limiti massimi di investimento da parte degli investitori, così come di eventuali conflitti di interesse degli investitori professionali. In senso critico, cfr. anche B. MELE, *op. cit.* Più favorevole a guardare tale misura come potenzialmente adeguata a tutelare, in combinazione con altre, gli investitori *retail* ma segnalandone comunque i limiti: M. MOZZARELLI, *op. cit.*

¹⁸⁹ Infatti, fino alla delibera 21110/2019, il diritto di revoca in questione era riservato agli investitori non professionali diversi dalle categorie di cui all’art. 24, comma 2.

¹⁹⁰ Tale diritto ricorda in parte l’art. 95-*bis*, comma 2, t.u.f. in materia di revoca dell’adesione all’offerta di prodotti finanziari entro due giorni dalla pubblicazione di un supplemento al prospetto per il caso di sopravvenienza di eventi significativi prima della chiusura definitiva.

¹⁹¹ Sembrerebbe trattarsi di una valutazione di idoneità astratta, in termini di potenzialità, senza andar a verificare in concreto se la decisione dell’investitore sia stata effettivamente influenzata: G. PIGNOTTI, *op. cit.*, 585; A. DENTAMARO, *Le*

la sopravvenienza è stata portata a conoscenza degli investitori¹⁹²e comportante la restituzione completa della provvista agli investitori (previgenti art. 25, commi 2 e 3, regol. Consob *crowdfunding*). Un simile diritto non è presente nel regime europeo ma gli investitori “non sofisticati” sono protetti dal più generale diritto di recesso di pentimento (cfr. *infra* §12.2).

12. *Obblighi aggiuntivi a protezione di categorie particolari di investitori.*

12.1. *Categorie speciali di investitori.*

Sia il nuovo regime europeo che il previgente regime italiano sul *crowdfunding* prevedono tutele speciali per particolari categorie di investitori e correlati obblighi di verifica da parte della piattaforma e comunicazione agli investitori. Tuttavia, dei due regimi non coincidono né i soggetti protetti né le misure di protezione. Infatti, il regime italiano prevedeva alcune misure a favore degli investitori al dettaglio diversi dagli investitori professionali, controparti qualificate (ai sensi t.u.f./MiFID) e categorie assimilate ai sensi del comma 2 dell’art. 24 previgente regol. Consob *crowdfunding* (cioè fondazioni bancarie, incubatori di start-up innovative e investitori a supporto delle PMI con certi caratteristiche, quindi solo in parte coincidenti con i soggetti autorizzati a sottoscrivere obbligazioni/titoli di debito: cfr. *supra* §4.2). Il Regol. UE 1503/2020, invece, riserva particolari tutele alla nuova categoria degli investitori “non sofisticati”¹⁹³, identificando questi in negativo con gli investitori diversi dagli investitori professionali (ai

offerte condotte esclusivamente sul portale e gli strumenti a diretta tutela dell’investimento non professionale, in *Riv. dir. impr.*, 2017, 539, 545.

¹⁹² A. DENTAMARO (*op. cit.*, 545, 570) ritiene che i destinatari della comunicazione siano tutti coloro che abbiano aderito all’offerta (inclusi coloro che, ad esempio, abbiano nel frattempo già revocato o esercitato il recesso) e che le sopravvenienze rilevanti siano quelle verificatesi nell’arco temporale di cinque anni dalla chiusura dell’offerta o comunque nei cinque anni in cui il gestore deve rendere disponibili su richiesta le informazioni relative all’offerta.

¹⁹³ Per un’analisi dettagliata, cfr. J. DE SMET-V. 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 *Regulation*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 280-299.

sensi della *MiFID II*) e da quelli che chiedano di essere trattati come “investitori sofisticati”. Gli investitori sofisticati sono a loro volta identificati con gli investitori al dettaglio che chiedano di essere trattati come investitori sofisticati e soddisfino certi requisiti in termini di risorse finanziarie disponibili ed esperienza (diversi dai criteri fissati dalla Consob in precedenza), dichiarando di essere consapevoli delle conseguenze di tale classificazione¹⁹⁴.

12.2. *Misure protettive: diritti di recesso/revoca.*

Gli investitori diversi dai professionali e assimilati beneficiavano, nel previgente regime italiano, solo con riferimento agli investimenti in quote di capitali¹⁹⁵, di un diritto di co-vendita (*tag-along*) o di recesso in caso di cambio di controllo nella PMI, assicurante un’uscita (*exit*) non sconveniente per gli investitori *retail* nell’eventualità di un’uscita strategica da parte del fondatore della società nella quale questi abbiano riposto la fiducia o che tendenzialmente rappresenta la figura chiave per il successo della società¹⁹⁶. Con l’estensione della categoria degli offerenti a tutte le PMI, la versione del 2017 del regolamento Consob inserisce un limite di tre anni dalla conclusione dell’offerta all’esercizio dei diritti di recesso e revoca, prima invece naturalmente limitati nel tempo in quanto collegati al perdurare della qualifica di start-up innovativa (art. 24, comma 1, lett. a), *ibidem*). Benché questi requisiti potessero essere forse in parte mantenuti in forza della competenza nazionale in materia societaria, il legislatore nazionale

¹⁹⁴ Le condizioni da soddisfare sono le seguenti: 1) persone giuridiche che presentino almeno due di queste caratteristiche: *a*) almeno €100.000 fondi propri; *b*) fatturato netto di almeno €2 milioni; *c*) bilancio di almeno €1 milione; 2) persone fisiche che presentino almeno due di queste caratteristiche: *a*) reddito lordo personale di almeno €60.000 o portafoglio di strumenti finanziari (inclusi depositi e attività finanziarie) di un valore superiore a €100.000; *b*) esperienza professionale nel settore finanziario in una posizione che richieda conoscenza delle operazioni o dei servizi in questione o una carica esecutiva nelle persone giuridiche *sub* 1) per almeno 12 mesi; *c*) operazioni di dimensioni significative sul mercato dei capitali, con una frequenza media di 10 per trimestre negli ultimi 4 trimestri. L’allegato 2 individua i documenti attestanti tali condizioni che i fornitori devono richiedere e che legittimano la categorizzazione come sofisticato, salvo ragionevoli dubbi.

nell'implementare il Regol. UE 1503/2020 sembra aver scelto, anche per motivi di concorrenza tra ordinamenti, di far cadere tali obblighi tranne quelli di verifica del rispetto dei limiti di emissione e di investimento in titoli di debito che, come si è anticipato, sono stati mantenuti (art. 13 regol. Consob *crowdfunding* 2023).

Ancora, agli investitori diversi dai professionali e assimilati veniva riconosciuto nel previgente regime italiano un diritto di recesso “di pentimento” (senza motivo e senza spesa) entro sette giorni dall'ordine (previgente art. 13, comma 5, regol. Consob *crowdfunding*, ispirato alla disciplina dell'offerta a distanza e del diritto dei consumatori). Similmente, nel Regol. UE 1503/2020 è riconosciuto un diritto di recesso di pentimento gratuito e libero ma da esercitarsi, in un tempo più breve (entro quattro giorni dall'adesione all'offerta), per contemperare protezione degli investitori con necessità di certezza da parte degli imprenditori richiedenti (art. 22)¹⁹⁷. Durante tale periodo di riflessione, è necessario assicurare che il denaro rimanga nella disponibilità dell'investitore (non raccolto o non trasferito al titolare del progetto: considerando 47).

12.3. Avvertimenti (senza limiti massimi di investimento).

Altre tutele riconosciute agli investitori diversi dai professionali e assimilati dal previgente regime italiano, consistevano nell'obbligo del gestore di avvertirli dell'esigenza di proporzionare gli investimenti in «attività finanziaria ad alto rischio» alle proprie disponibilità finanziarie (art. 13, comma 3, primo periodo previgente regol. Consob

¹⁹⁷ Non è esplicitata nel Regolamento l'interazione tra tale diritto di recesso e quello eventualmente ugualmente applicabile di cui all'art. 9 Direttiva 2011/83/EU sui diritti del consumatore che prevede un recesso di pentimento di 14 giorni o Direttiva 2002/65/EC sulla commercializzazione a distanza di servizi finanziari per cui si prevedono differenze tra paesi membri: ad esempio, in Danimarca prevale un'applicazione congiunta, mentre in Norvegia si ritiene applicabile solo il regime speciale (*crowdfunding*). Cfr. E. HÄRKÖNEN-T. NEUMANN-C. HØJVANG CHRISTENSEN, *op. cit.* Anche la Germania riconosceva agli investitori in *crowdfunding* un diritto di recesso di pentimento da esercitare entro 14 giorni: cfr. in materia K. SERDARIS, *Withdrawal rights in crowdfunding transactions: the precontractual reflection period (Art 22)*, in *Regulation*, MACCHIAVELLO (a cura di), cit., 300-309.

crowdfunding)¹⁹⁸, dovendo inoltre impedire ai medesimi investitori di accedere ad una descrizione dettagliata dei progetti se non dopo aver preso visione del materiale di educazione finanziaria predisposto dalla Consob, fornito le informazioni necessarie ad effettuare il test di appropriatezza (qualora il gestore lo svolga direttamente: cfr. *supra* §4.1) e dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale perdita (art. 15, comma 2, lett. *a*)-*c*), previgente regol. Consob *crowdfunding*)¹⁹⁹. Tale ultimo requisito poteva risultare in una misura debole e meramente formale, non essendo necessariamente forniti agli investitori strumenti per verificare l'effettiva sostenibilità dell'investimento (come invece richiesto, ad esempio, dalla normativa francese e, ora, europea) e potendo consistere in una semplice crocetta apposta in una schermata del procedimento di investimento. Nel nuovo regime europeo, invece, gli avvertimenti (numerosi, sia sul sito web che nel *KIIS*) riguardano tutti investitori, mentre il test delle conoscenze, la simulazione delle perdite (§11.1) e avvertimenti ulteriori al superamento di certe soglie di investimento (subito *infra*) sono riservati agli investitori non sofisticati.

Nessun limite massimo era invece previsto nel previgente regime italiano con riferimento alle somme investibili da parte degli investitori diversi dai professionali e assimilati (in totale o per singola offerta), misura probabilmente vista come eccessivamente paternalista o comunque non conforme alla tradizione normativa del settore²⁰⁰. Il Regol. UE 1503/2020, pur non arrivando ad introdurre simili limiti (vigenti invece in alcuni regimi speciali di altri paesi), ha però previsto, in caso di investimento da parte di investitori "non sofisticati" di somme superiori a €1.000 o al 5% del loro patrimonio netto in singole

¹⁹⁸ La Consob, nella versione del 2019 del regolamento *crowdfunding* aveva aggiunto l'obbligo del gestore di richiamare l'attenzione degli investitori (anche non *retail*) sui limiti imposti dall'articolo 2412 e 2483 c.c. alle emissioni di titoli di debito.

¹⁹⁹ La versione del 2019 del regolamento Consob *crowdfunding* precisa che tali tutele si applicano anche in caso di categorie speciali di investitori non professionali autorizzati a sottoscrivere obbligazioni via portali: CONSOB, *Modifiche* (20 giugno 2019), cit., 11.

²⁰⁰ Cfr. E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa*, cit., 320 ss.; ID., *La proposta*, cit., 26; U. MINNECI, *op. cit.*, 520.

offerte²⁰¹, un obbligo del fornitore di notificare a questi un'avvertenza sui rischi e ricevere dai medesimi un consenso esplicito (art. 21, par. 7).

13. Conclusioni.

Il previgente regime italiano ed il nuovo regime europeo presentano di base un simile approccio: requisiti e procedimento autorizzativo così come obblighi generali costruiti sul modello delle imprese di investimento ma (con riferimento al Regol. UE, con tempi accorciati e) semplificazioni, oltre a maggior flessibilità (ad esempio, in materia di controllo interno – benché gli Orientamenti di Banca d'Italia abbiano imposto requisiti alquanto dettagliati – e assenza di obblighi *product governance*), anche in considerazione della natura (almeno “sulla carta”) neutrale ed esecutiva e del diverso ruolo ricoperto dai portali rispetto agli intermediari tradizionali (la fiducia nei confronti dei quali, infatti, ha rilevanza sistemica). Entrambi, inoltre, hanno scelto di ricorrere ad alcune misure speciali, non impiegate in altri comparti della regolazione finanziaria (ad esempio, investimento minimo da parte di investitori professionali per il perfezionamento dell'offerta e diritti di *tag-along* per il regime italiano; particolari test/sistemi e avvertimenti nel regime europeo). Ad ogni modo, in entrambi i casi, benché per aspetti diversi, i regimi restano severi, anche in presenza di soli investitori professionali (cfr. gli obblighi generali di condotta e informativi): mentre il regime italiano è stato ritoccato più volte per renderlo più adeguato alle esigenze del mercato (oltre che alle normative europee), il regime europeo sembra stato concepito per grandi piattaforme con attività *cross-border* in grado di contenere i costi con economie di scala e quindi comportante, nel lungo periodo, fenomeni aggregativi. Conseguentemente, vi è anche il rischio di appiattimento del *crowdfunding* verso solo alcuni *business models* e comunque verso i modelli tradizionali, riducendo il carattere “alternativo” del fenomeno così come i collegati effetti di inclusione finanziaria.

²⁰¹ Tale requisito presenta lievi somiglianze con il dovere del gestore ELTIF di 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 (ma la soglia e le conseguenze del superamento delle stesse sono diversi).

Per gli operatori italiani, in sintesi, il passaggio al regime europeo comporterà diversi cambiamenti. Con riferimento all'ambito oggettivo di applicazione, si registra un ampliamento dell'offerta, coprendosi tutti gli strumenti finanziari (anche titoli di debito), le quote di s.r.l., e di tutte le società (non solo PMI); d'altra parte, si è ristretta la possibilità di ricorrere a strutture indirette (SPV e OICR). I servizi offribili sono più vari (ora inclusivi, ad esempio, del servizio di collocamento, *pricing*, gestione portafogli di prestiti) e non ristretti al campo finanziario. L'ammontare complessivo dell'offerta nei 12 mesi è diventato più ristretto (€5 milioni invece di €8 milioni), anche in considerazione del metodo di calcolo.

Gli operatori potranno però beneficiare del passaporto europeo e si libereranno di alcuni obblighi (ad esempio, verifica del perfezionamento dell'offerta e del diritto di *tag along*, etc.) ma saranno d'altra parte gravati da obblighi aggiuntivi (*prudential safeguards*, *continuity plan*) e sottoposti ad una disciplina sui conflitti di interesse più restrittiva. Il passaggio al regime europeo sarà particolarmente complesso per le piattaforme di *lending*, in futuro soggette a speciali requisiti organizzativi e di trasparenza non gravanti sui fornitori di *equity crowdfunding*, specialmente se offrenti servizi classificati come più complessi, quali la gestione individuale di portafogli di prestiti (soggetti a requisiti organizzativi e di trasparenza estremamente dettagliati)²⁰².

Le autorità italiane, nell'adattamento del nostro ordinamento al Regol. UE, hanno mostrato la disponibilità ad eliminare alcuni requisiti potenzialmente in contrasto con la normativa europea (*tag-along*, quote obbligatorie di investitori professionali) ma anche la tendenza ad applicare standard simili ad altri intermediari "più" regolamentati.

Ad ogni modo, un aspetto significativo da considerare è la valutazione del ruolo complessivo attribuito ai fornitori di servizi di *crowdfunding* come risultante dal quadro regolatorio sopra descritto. Benché i *consideranda* del Regol. UE definiscano il fornitore di servizi

²⁰² Per raffronto tra tali requisiti e quelli richiesti nell'ambito della gestione di portafogli "tradizionali", cfr. R. FERRETTI, *op. cit.*, e E. MACCHIAVELLO-A. SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace lending*, cit. Cfr. anche S. Mezzacapo, *Il finanziamento di «progetti di crowdfunding» a favore delle PMI e la «gestione individuale di portafogli di prestiti»*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)*, suppl. al n. 3, 2023, 165.

di *crowdfunding* in termini di «intermediario neutrale» che opera «tra clienti sulla piattaforma», senza assunzione di rischio, per facilitare «investimenti diretti», «modesti» e alternativi (*consideranda* 1, 12, 22, 26), l'attività dello stesso è classificata anche in termini di collocamento (non solo meramente esecutivi come nel caso di sola ricezione e trasmissione di ordini) e soggetta ad obblighi di verifica e protezione non irrilevanti. Nel previgente regime italiano erano presenti obblighi di verifica ma della sussistenza delle condizioni (obiettive e base) di legge mentre la *due diligence* effettuata dagli investitori professionali ed assimilati tenuti a sottoscrivere una quota dell'offerta (o da misure aggiuntive in caso di *self-placement*) assicurava verifiche di base sugli emittenti e il test di appropriatezza era eventuale e affidabile a terzi; nel regime europeo, obblighi da “*gatekeepers*”, al di là delle verifiche minime (precedenti penali e di riciclaggio), si concentrano sul documento informativo predisposto dai titolari di progetto e sono complementari a misure protettive riservate ad investitori non professionali (test rafforzato, avvertimenti, etc.). Gli obblighi di *due diligence* dei fornitori nei confronti dei titolari di progetto (prima inespressi) rimangono limitati agli aspetti più eclatanti (verifiche minime in materia criminale e di antiriciclaggio, salvi gli obblighi di condotta generali, inclusa la professionalità) ma sussiste notevole incertezza sui confini dell'obbligo di approntare sistemi per assicurare la “correttezza” del *KIIS* predisposto dai titolari di progetti. Ad ogni modo, nel bilanciare la protezione dell'investitore con le esigenze di finanziamento delle piccole imprese, la normativa europea appare comunque improntata ad un principio di *self-responsibility* dell'investitore, il quale, ricevendo informazioni alla propria portata, sceglie liberamente se investire (titolari di progetto ad alto rischio), senza che siano previsti limiti massimi di investimento, blocco degli investimenti in caso di risultato negativo dei test, obblighi di *product governance* o, neppure, in caso di investitore al dettaglio ma “s sofisticato”, tutele aggiuntive che vadano al di là di obblighi informativi. Conseguentemente, i fornitori di *crowdfunding* sembrano apparire come “*gatekeepers*” ma “minori”, tenuti a verificare la presenza di alcune condizioni di legge e segnalare agli investitori

eventuali omissioni ed errori ma non ad “andare a caccia” delle stesse.²⁰³

Ad ogni modo, è prevedibile che le piattaforme italiane di *investing* abbiano meno difficoltà ad adeguarsi al nuovo regime (piuttosto vicino alla disciplina speciale italiana), il quale d'altra parte offre alle stesse nuove opportunità di espansione geografica, offerta e organizzative. Così invece potrebbe non essere per le piattaforme di *business lending*, che si troveranno sottoposte ad un regime molto diverso rispetto al passato, con requisiti peraltro aggiuntivi rispetto alle piattaforme di *investing* e specialmente in caso di certi modelli di offerta ma beneficiando, d'altra parte, della certezza giuridica sull'ammissibilità di questi ultimi e del mutuo riconoscimento.

Infine, nonostante la generale e massima armonizzazione operata dal regolamento, residui di frammentazione normativa e concorrenza tra ordinamenti potrebbero emergere per la presenza di rilevanti aree non armonizzate (quali, ad esempio, il *consumer lending*, l'impiego di strutture di investimento collettivo), e la discrezionalità riconosciuta in alcuni ambiti ai paesi membri (applicazione del principio di proporzionalità nella vigilanza da parte delle autorità nazionali, *supervisory fees*, individuazione nazionale degli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, possibilità di fissare livelli inferiori di massima offerta per i primi due anni, *marketing rules* e regime di responsabilità nazionali, lingue del *KIIS* ammesse, ecc.).

²⁰³ Cfr. anche E. MACCHIAVELLO, *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di crowdfunding alle imprese: un nuovo gatekeeper?*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'economia (RTDE)* 2023, Suppl. n. 3, http://www.fondazioneapriglione.luiss.it/2023_03_RTDE_supplemento.pdf.