

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

GENNAIO/MARZO

2018

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE SCIENTIFICA

FILIPPO SARTORI, STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO,
FILIPPO ANNUNZIATA, SIDO BONFATTI, FRANCESCO CAPRIGLIONE,
ALFONSO CASTIELLO D'ANTONIO, PAOLOEFISIO CORRIAS, FULVIO
CORTESE, MATTEO DE POLI, RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO
DOLMETTA, ALBERTO GALLARATI, UGO PATRONI GRIFFI, BRUNO
INZITARI, MARCO LAMANDINI, RAFFAELE LENER, PAOLA
LUCANTONI, ALBERTO LUPOI, DANIELE MAFFEIS, LUCA
MANDRIOLI, RAINER MASERA , ALESSANDRO MELCHIONDA,
ROBERTO NATOLI, ELISABETTA PIRAS, MADDALENA RABITTI,
GIUSEPPE SANTONI, MADDALENA SEMERARO, ANTONELLA
SCIARRONE ALIBRANDI, FRANCESCO TESAURO

DIREZIONE ESECUTIVA

ALBERTO GALLARATI, PAOLA LUCANTONI, LUCA MANDRIOLI,
ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, MADDALENA
SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

FRANCESCO ALBERTINI, FRANCESCO AUTELITANO, STEFANO DAPRÀ,
EUGENIA MACCHIAVELLO, UGO MALVAGNA, MASSIMO MAZZOLA,
MANILA ORLANDO, CARLO MIGNONE, EDOARDO RULLI, STEFANIA
STANCA

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.

SEDE DELLA REDAZIONE

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

La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?

1. Introduzione: l'equity-based crowdfunding in Italia e piano del lavoro.

Per *equity-based crowdfunding* in Italia, pur in assenza di una definizione ufficiale, s'intende la facilitazione della raccolta di capitale di rischio (*equity*) di certe categorie di imprese effettuata da parte di portali *online*, gestiti da intermediari tradizionali autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento o da nuovi intermediari specializzati ("gestori di portali per la raccolta di capitali" iscritti nella sezione ordinaria di un apposito registro tenuto da Consob).

La relativa disciplina è stata introdotta nel nostro ordinamento (attraverso l'inserimento, tra l'altro, del capo III-*quater* e dell'art. 50-*bis* nel t.u.f.) dall'art. 30 d.L. n. 179 del 18 ottobre 2012 (c.d. Decreto "Crescita *bis*", convertito con L. 212/2012) ma ha subito nel tempo numerose revisioni (almeno cinque interventi legislativi di modifica e due a livello di normativa secondaria), delle quale l'ultima, riguardante il regolamento attuativo, apportata dalla delibera Consob del 29 novembre 2017, n. 20204. Tuttavia, poco prima che la nuova disciplina italiana secondaria venisse pubblicata, la Commissione Europea ha annunciato l'intenzione di assumere iniziative legislative a livello europeo proprio con riferimento al *crowdfunding* (sia *equity* che *lending-based*), presentando un "*Inception Impact Assessment*", cioè uno studio di impatto finalizzato alla futura adozione di una "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*" (30 ottobre 2017)¹.

Nel presente lavoro, dopo una breve ricostruzione dell'evoluzione normativa della materia in questione, si analizzerà la disciplina vigente con particolare attenzione alla rilevanza delle ultime

¹ EUROPEAN COMMISSION, *Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance - Inception Impact Assessment*, (30 October 2017), http://ec.europa.eu/info/law/better-regulation/initiatives/ares-2017-5288649_en.

modifiche e, infine, si discuteranno le prospettive aperte dalla possibilità di avere a breve una qualche forma di regolazione del settore a livello europeo².

2. Una veloce panoramica sulle modifiche succedutesi nel tempo.

Il Decreto Crescita *bis* ha introdotto la possibilità per le *start-up* innovative ad alto valore tecnologico³ di offrire le proprie azioni e quote rappresentative di capitale al pubblico attraverso portali online gestiti da banche ed imprese di investimento o da nuovi intermediari (“gestori di portali di raccolta di capitali online”) soggetti a specifica regolazione. La ristrettezza della categoria di imprese ammesse ad offrire le loro quote attraverso portali, insieme alla severità della disciplina, ha contribuito a sancire l’insuccesso pratico della riforma⁴:

² Per una più completa ed approfondita analisi della vigente disciplina, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO, Sub art. 50-*quiquies t.u.f.*, in VELLA (a cura di), *Commentario T.U.F.*, Giappichelli, Torino, in corso di pubblicazione.

³ 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 distributrice 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).

⁴ Per critiche all’impianto normativo in materia, cfr. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla?*, in AA.VV., *Aspetti giuridici del crowdfunding*, Atti del convegno Crowdfuture 2013, disponibile su slideshare; PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*, Torino, 2013; NIGRO, SANTORO, *The Quest for Innovative Entrepreneurship*; SANTORO e TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovative*, in *Riv. dir. banc.*, 24, 2014, 10; D’IPPOLITO, MUSITELLI, SCIARRONE ALIBRANDI, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *European Company Law* 2016, 13, 1, 5; MACCHIAVELLO, *Peer-to-*

infatti, 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 (che, dei sei che risultavano operativi, hanno pubblicato offerte concluse con successo, su un numero complessivo di 15 iscritti nel registro)⁵.

La prima modifica è stata apportata dall'art. 4 del Decreto legge "Crescita 3.0" o *Investment Compact* n. 3/2015 del 24 gennaio 2015 (convertito con L. 33/2015) che ha appunto incluso nel novero dei possibili emittenti anche le PMI innovative⁶ e gli organismi di investimento collettivo del risparmio o le altre società di capitali (OICR e SICAV) che investono prevalentemente in start-up innovative ed in PMI innovative⁷.

L'art. 1, comma 70, della legge di bilancio 2017 (n. 232 dell'11 dicembre 2016), secondo quanto meglio precisato dall'art. 57 del

peer lending ed informazione: la tutela dell'utente online tra innovazione finanziaria, disintermediazione e limiti cognitivi, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2015, 2, 221, in particolare pp. 262, 287-288; Id., *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca, impresa e società* 2016, 2, 283, in particolare pp. 302-303.

⁵ Cfr. MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione della normativa a sostegno delle startup e delle PMI innovative*, (settembre 2015), 98.

⁶ 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.

⁷ Cioè OICR 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 (art. 1, comma 2, lettere e) e f) del D.M. 30 gennaio 2014).

Decreto “Correttivo” (D.L. 24 aprile 2017, n. 50), ha invece esteso la categoria di possibili emittenti a tutte le PMI, le quali erano da identificarsi a quel tempo sulla base della Raccomandazione della Commissione Europea n. 2003/361 (imprese con meno di 250 dipendenti ed un fatturato annuo inferiore a €50 milioni o un bilancio inferiore a €43 milioni).

Il Decreto Legislativo 3 luglio 2017, n. 112 di revisione della disciplina in materia di impresa sociale ha esteso la disciplina sulla raccolta di capitali online anche alle imprese sociali, quando costituite in forma di società di capitali o di società cooperativa (limitazione conseguente alla tipologia di partecipazioni offribili attraverso portali)⁸.

Il Decreto Legislativo del 3 agosto 2017 n. 129 di recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)⁹ ha adattato la disciplina del *crowdfunding* proprio alle nuove disposizioni della MiFID II (imponendo ai gestori della sezione ordinaria l’adesione ad un sistema di indennizzo o la stipula di un’assicurazione professionale, introducendo in capo alla Consob un potere di convocazione di amministratori, sindaci e personale dei gestori, delegando alla Consob la disciplina in materia di *whistleblowing* e abusi di mercato anche con riferimento ai portali) e del Regolamento Prospetto (cambiando la definizione di PMI) o comunque apportato correttivi (espressamente

⁸ Cfr. art. 1, comma 5-*duodecies*, t.u.f. In base all’art. 1, comma 1, d.lgs. 122/2017, per imprese sociali s’intendono tutti gli «enti privati, inclusi quelli costituiti nelle forme di cui al libro V del codice civile, che, [...] 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 attività», nel rispetto delle altre disposizioni contenute nel d.lgs. 122/2017 (tra cui limiti alla distribuzione di utili e redazione di un bilancio sociale). Sono però escluse dalla 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» (comma2; 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).

⁹ Per le prime analisi sulla MiFID II, cfr. TROIANO e MOTRONI (a cura di), *La MiFID II*, Padova, 2016; BUSCH e FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets: MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017.

estendendo il meccanismo alternativo di trasferimento delle quote *ex art. 100-ter*, comma 2-*bis* ss., t.u.f. alle PMI in forma di s.r.l.) (v. *infra*).

La normativa secondaria rappresentata dal regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line è stata invece modificata, una prima volta, con la delibera n. 19520 del 24 febbraio 2016 al fine di riconoscere la possibilità per i gestori dei portali (non di diritto) di compiere direttamente le verifiche in materia di appropriatezza, di ampliare la categoria degli investitori tenuti a sottoscrivere almeno il 5% dell'offerta e di migliorare la separatezza dei fondi (v. *infra* §3)¹⁰.

La modifica apportata al medesimo regolamento nel novembre 2017 è stata invece attuata con la delibera Consob n. 20204/2017 e ha avuto l'obiettivo di recepire i summenzionati plurimi mutamenti della normativa primaria (v. subito *infra* §3).

3. *Disciplina attualmente vigente e aspetti più rilevanti del nuovo regolamento Consob (versione adottata nel novembre 2017).*

3.1. *Introduzione. Aspetti generali (deroghe, possibili offerenti e gestori di portali) e l'esenzione ex art. 3 MiFID II*

L'attuale disciplina permette alle piccole e medie imprese (di seguito, PMI)¹¹ ed alle imprese sociali, in entrambi i casi solo se in

¹⁰ Sulla modifica del regolamento Consob, cfr. FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2016, 6, 33; MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit.; PIGNOTTI, *La nuova disciplina italiana dell'"equity based crowdfunding"*, in *Rivista di diritto dell'impresa*, 2016, 3, 559.

¹¹ In base al nuovo art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f. (come modificato dal d.lgs. 129/2017 di recepimento della MiFID II), per la definizione di piccole e medie imprese si deve ora fare riferimento all'articolo 2, paragrafo 1, lett. f), primo alinea, del Regolamento Prospetto (UE) 2017/1129, il quale identifica le stesse nelle «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». Il d.lgs. 129/2017 modifica anche l'indicazione "PMI" nella forma estesa "piccole e medie imprese" per distinguerle dalle PMI quotate definite dall'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*), t.u.f., fatto salvo quanto previsto da altre disposizioni di legge, come gli

forma di società di capitali o società cooperative (oltre che agli OICR che investano primariamente in PMI e imprese sociali), di offrire al pubblico in sottoscrizione o vendita le proprie azioni e quote rappresentative di capitale¹² attraverso portali online gestiti da banche, imprese di investimento o SGR o da nuovi operatori (“gestori di portali per la raccolta di capitali”) al ricorrere di certe condizioni, incluso che il corrispettivo globale dell’offerta non sia superiore a €5 milioni (soglia generale di esenzione dall’obbligo di prospetto delle offerte di prodotti finanziari in Italia) e parte dell’offerta sia sottoscritta da investitori professionali (come condizione di perfezionamento, al fine di “rassicurare” gli investitori *retail* sull’affidabilità dell’offerta con un allineamento di interessi tra investitori in grado di effettuare gli opportuni controlli e piccoli investitori).

La disciplina in questione ha, per lo più solo implicitamente, realizzato le seguenti rilevanti operazioni (affatto scontate): ricondotto l’attività dei portali di *equity crowdfunding* (non definita ma nella prassi consistente prevalentemente nella selezione degli offerenti presenti sulla piattaforma, talvolta anche nel supporto alla redazione del *business plan* di questi, pubblicazione dei relativi profili e progetti e messa in contatto di investitori ed imprese, messa a disposizione di modelli standard di contratto tra le parti, ricezione di ordini e, infine, gestione delle relazioni delle parti dopo la conclusione del contratto su mandato delle stesse) principalmente al servizio di ricezione e trasmissione di ordini, che costituisce attività riservata alle banche ed imprese di investimento se avente ad oggetto strumenti finanziari (quindi, ad esempio, azioni, ma non quote di s.r.l.); conseguentemente, esentato la nuova categoria dei gestori di portali (non “di diritto”) dalla disciplina MiFID ai sensi dell’art. 3 della Direttiva stessa (sul quale cfr. subito *infra*); limitato le offerte di *equity crowdfunding* entro i €5 milioni (con riferimento al corrispettivo globale di singole offerte) e quindi automaticamente ricondotto la fattispecie entro una

«emittenti azioni quotate, il cui fatturato anche anteriormente all’ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, sia inferiore a 300 milioni di euro, ovvero che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore ai 500 milioni di euro».

¹² Cfr. art. 2, comma 1, lett. h) Regol. Consob n. 18592/2013 sulla definizione di “strumenti finanziari” («le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali»).

delle esenzioni dall'obbligo di Prospetto per gli emittenti e offerenti coinvolti; esentato sia emittenti che intermediari dalla disciplina nazionale in materia di offerta a distanza (art. 32 t.u.f.) che richiederebbe, a seconda dei casi, la natura di impresa di investimento o intermediario *ex art.* 106 t.u.b. in capo all'emittente o intermediario ed il rispetto delle regole di condotta in materia di servizi di investimento.

Come si è anticipato, la creazione di intermediari speciali svolgenti il servizio di ricezione e trasmissione di ordini anche su strumenti finanziari in regime di esenzione dalla MiFID è stata resa possibile ricorrendo all'art. 3 MiFID che permette appunto di esentare gli intermediari, soggetti però conseguentemente ad un regime nazionale, che svolgano i servizi di ricezione e trasmissione di ordini o di consulenza su valori mobiliari o quote di OICR e siano autorizzati a trasmettere gli ordini solo a determinate imprese autorizzate). Il paragrafo 2 dell'art. 3 MiFID, introdotto dalla MiFID II, impone ora agli Stati Membri di sottoporre gli intermediari che operino in regime di esenzione ad una disciplina nazionale sostitutiva che preveda «requisiti almeno analoghi» a quelli stabiliti dalla MiFID II per le imprese d'investimento con riferimento a determinati aspetti. In particolare, i requisiti simili devono attenersi al procedimento di autorizzazione e registrazione, ai requisiti degli amministratori e degli azionisti qualificati, alla vigilanza continua, alle misure organizzative e procedurali per prevenire i 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 stati quindi giustamente inclusi in tale lista i requisiti di adeguatezza patrimoniale (dai quali è lo stesso *CRR* a permettere l'esenzione degli intermediari svolgenti certi servizi – tra i quali ricezione/trasmissione e consulenza – quando non detengano denaro o strumenti finanziari dei clienti) né di *governance* (a proposito dei quali già sono stati avanzati dubbi in merito all'opportunità di estendere le regole previste per le banche

rilevanti alle imprese di investimento, senza distinzioni in base a tipi di attività e dimensioni)¹³.

La disciplina dell'*equity crowdfunding* è stata introdotta nel nostro ordinamento in un momento in cui la MiFID II non era ancora vigente, per cui molte delle modifiche apportate dalla normativa primaria e da quella secondaria, sopra sintetizzate e che si discuteranno nel prosieguo, sono state appunto giustificate dalla volontà di adeguare la disciplina italiana in questione a tali nuove disposizioni.

Come anticipato, i portali possono essere gestiti anche da intermediari tradizionali (banche, imprese di investimento e OICR). A tali gestori ("di diritto") si applicherà la normativa loro propria (ad esempio, per le banche, disciplina bancaria), a cui si sommano alcune norme speciali contenute nel t.u.f. e nel regolamento in materia di *crowdfunding*, ed in particolare, gli obblighi di monitoraggio del rispetto del limite massimo dell'offerta attraverso portali fissato dall'art. 100-ter, comma 1, t.u.f., della condizione di perfezionamento dell'offerta consistente nella sottoscrizione di una certa quota da parte di investitori professionali, di verifica che gli statuti societari degli offerenti riconoscano i diritti degli investitori *ex* artt. 24-25 regol. n. 18592/2013 (su questi aspetti, v. *infra*). Infine, essi devono rispettare, in aggiunta agli obblighi di condotta richiesti dalla disciplina generale loro applicabile (v. artt. 21 ss. regol. intermediari in materia di servizi di investimento), gli obblighi specifici di *disclosure* previsti dalla normativa sull'*equity crowdfunding* (come anche chiarito dalla Consob)¹⁴. I gestori di diritto, invece, al contrario dei gestori della sezione ordinaria, non avranno limiti di attività (cfr. *infra* § 3.4.) e per importi contenuti al di sotto di certe soglie minime di investimento non dovranno effettuare i controlli di appropriatezza con riferimento ai servizi riconducibili alla gestione dei portali (cfr. *infra* § 3.2).

¹³ Cfr. sul punto BINDER, Governance of Investment Firms Under MiFID II, in Busch e Ferrarini, cit., pp. 83 ss.

¹⁴ 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*.

3.2. Soggetti autorizzati a gestire portali e procedimento di autorizzazione. Requisiti (modifica nel 2017 del massimale assicurativo).

I gestori dei portali possono essere intermediari autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento (c.d. gestori “di diritto”, iscritti in una sezione speciale dell’apposito registro tenuto dalla Consob)¹⁵ o nuovi operatori specializzati, i «gestori di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali» iscritti nella sezione ordinaria dell’omonimo registro tenuto dalla Consob. Tra i primi, oltre a banche ed imprese di investimento, figurano oggi anche i 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 e di EuSEF) limitatamente alle offerte di azioni e quote di OICR che investono prevalentemente in PMI ed imprese sociali¹⁶.

I nuovi intermediari specializzati devono invece presentare domanda di autorizzazione (prima del recepimento della MiFID II era invece una semplice registrazione) secondo lo schema allegato 1 al regol. Consob n. 18592/2013, insieme ad una relazione sull’attività d’impresa e sulla struttura organizzativa, redatta secondo le indicazioni contenute nell’allegato 2 al medesimo regolamento. Il procedimento è più semplificato e breve rispetto a quello per le SIM (ad esempio, sette giorni per il controllo di completezza contro dieci e sessanta giorni per decidere contro centoventi) ma lo ricalca. L’autorizzazione è negata in caso di verifica dell’incapacità di gestire correttamente il portale risultante dalla relazione¹⁷ e comunque

¹⁵ Cfr. art. 4, comma 2, regol. Consob n. 18592/2013.

¹⁶ A seguito del d.l. 3/2015, gli OICR erano stati inclusi tra i possibili offerenti/emittenti attraverso i portali online. Con il decreto 122/2017 in recepimento della MiFID II, l’indicazione degli stessi tra gli emittenti è stata rimossa ma i gestori di OICR sono stati invece inclusi tra i gestori “di diritto”, autorizzati a gestire portali per l’offerta di azioni e quote di OICR che investono prevalentemente in PMI e imprese sociali. Sarebbe stato comunque forse opportuno specificare che anche le quote di OICR possono essere offerte attraverso i portali in questione (sempre che siano gestiti da soggetti autorizzati quali SGR, Sicav, Sicav, gestori UE, ecc.).

¹⁷ Nella relazione devono anche essere indicate le modalità per la selezione delle offerte, eventuali attività a favore degli offerenti (consulenza e assistenza) o degli

concessa solo in presenza delle condizioni di cui all'art. 50-*quinqüies*, comma 3, t.u.f (art. 7, comma 5, Regol. Consob n. 18592/2013). Tra i requisiti per ottenere l'autorizzazione figurano la forma di società di capitali o società cooperativa (ma nessun capitale minimo, al contrario delle SIM), oggetto sociale coerente con l'esercizio professionale del servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali (che non deve costituire l'attività esclusiva potendo svolgere altre attività non riservate, mentre il portale di *equity crowdfunding* gestito deve essere dedicato esclusivamente a ciò) e sede in Italia (o per i soggetti comunitari, stabile organizzazione in Italia), onorabilità dei soci che detengono il controllo (o, in assenza, di chi detiene almeno il 20% del capitale) e onorabilità e professionalità di chi detiene funzioni di amministrazione, direzione e controllo. Il venir meno dei requisiti di onorabilità degli esponenti dei gestori dei portali comporta la decadenza dall'autorizzazione, salvo la ricostituzione degli stessi entro due mesi (durante i quali le offerte devono essere sospese: cfr. art. 10, comma 2, Regol. Consob n. 18592/2013), mentre tale effetto automatico era tradizionalmente escluso con riferimento alle SIM¹⁸.

I requisiti di onorabilità e professionalità fissati per i gestori di portali sono assimilabili a quelli previsti per le SIM dal D.M. 468/1998 e risultano meno stringenti rispetto a quelli ora applicabili non solo alle banche ma anche agli istituti di pagamento, IMEL ed intermediari 106 t.u.b. (di conseguenza alle piattaforme di *peer-to-peer lending* che tendono ad assumere in Italia le forme giuridiche di IP o 106 t.u.b.). Infatti, lo schema di decreto Ministeriale contenente i

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, qualora effettuati direttamente le verifiche di appropriatezza per tutti gli ordini, le procedure interne adottate a tal fine, la descrizione nel dettaglio, della struttura aziendale, le modalità per assicurare il rispetto degli obblighi di condotta ed informativi previsti dal regolamento, le modalità di ricezione e trasmissione degli ordini, 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) e la struttura delle commissioni per i servizi.

¹⁸ Cfr. *ex multis* ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2014, p. 76.

nuovi requisiti degli esponenti aziendali in attuazione dell'art. 26 t.u.b. e 91 *CRD IV*¹⁹ prevede per questi ultimi non solo requisiti di professionalità, talvolta più severi²⁰, ma anche requisiti di correttezza e di indipendenza, oltre a, per i soli Presidente, amministratori con incarichi esecutivi, collegio sindacale, consiglio di sorveglianza e comitato di controllo, requisiti di competenza²¹. Tuttavia, i requisiti degli esponenti delle SIM saranno a breve oggetto di modifica, dal momento che il nuovo art. 13 t.u.f. (in attuazione della *CRD IV/MiFID II*), oltre ai requisiti di onorabilità, professionalità ed indipendenza (graduati secondo principi di proporzionalità), impone requisiti di «competenza, coerenti con la carica da ricoprire e con le caratteristiche del soggetto abilitato, e di adeguata composizione dell'organo», di correttezza e limiti al cumulo di incarichi nel rispetto dei principi di proporzionalità e tenendo conto delle dimensioni dell'intermediario), da meglio definirsi con regolamento ministeriale, sentita la Banca d'Italia. Rientrando la materia tra i requisiti per i quali l'art. 3(2) *MiFID II* richiede l'equivalenza rispetto alle imprese di

¹⁹ Cfr. MINISTRO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE, *Schema di decreto ministeriale recante 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 depositi, ai sensi degli articoli, 26, 110, comma 1-bis, 112, comma 2, 114-quinquies.3, comma 1-bis, 114-undecies, comma 1-bis, 96-bis.3, comma 3, del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385*,

²⁰ Ad esempio, tra i requisiti di professionalità degli esponenti di IP, IMEL e 106 t.u.b. vi rientrano 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 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 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 schema di decreto ministeriale e art. 9 regol. Consob 18592/2013.

²¹ IP, IMEL e 106 t.u.b. sono invece esentati, al contrario delle banche, dai requisiti di composizione collegiale, di disponibilità di tempo e di divieto di cumulo degli incarichi (cfr. art. 2, comma 3, schema di decreto ministeriale).

investimento per gli intermediari esentati, è presumibile che la Consob interverrà nuovamente sul regolamento per adeguarsi al futuro decreto Ministeriale (nel rispetto del principio di proporzionalità).

Un ultimo requisito, di tipo patrimoniale, introdotto nel t.u.f. in recepimento della MiFID II, consiste nell'adesione ad un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o, in alternativa, nella stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela. La versione del regolamento Consob n. 18592/2013 messa in consultazione richiedeva quindi l'adesione ad uno dei sistemi di indennizzo dei risparmiatori riconosciuti ai sensi dell'art. 59 t.u.f. (adesione peraltro riservata agli intermediari che detengano o dispongano di strumenti o liquidità dei clienti, cosa invece vietata alle piattaforme di *crowdfunding*, e con massimale di €20.000) oppure l'adesione ad 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, versione messa in consultazione). 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 n. 66/2012: tale differenza era giustificata dall'autorità sulla base del carattere meramente esecutivo del servizio in questione al contrario del servizio di consulenza e dalle dimensioni ancora contenute del mercato²². Tuttavia, la versione definitiva del regolamento adottata a novembre 2017 ha ulteriormente alleggerito tale requisito proprio per il carattere esecutivo del servizio delle piattaforme, recependo le istanze del settore sollevate nell'ambito della consultazione. L'art. 7-*bis* del regol. Consob richiede ora, in alternativa all'adesione al servizio di indennizzo, la stipula di un'assicurazione professionale con massimale di, per ciascuna richiesta di indennizzo, almeno €20.000 (quindi vicino al massimale dei sistemi di indennizzo). Invece, con riferimento all'importo totale delle richieste di indennizzo, il

²² 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), p. 4.

regolamento differenzia tra i gestori che effettuano direttamente la verifica di appropriatezza, ai quali viene richiesto una massimale di almeno €1 milione all'anno, e chi ricorre al contrario agli intermediari autorizzati, richiedendosi in tal caso un massimale di almeno €500.000 all'anno. La delibera Consob del novembre 2017 concede sei mesi di proroga nel termine iniziale di applicazione della norma per concedere il tempo agli operatori di stipulare le polizze (art.2, delibera Consob 29 novembre 2017 n. 20204). Il nuovo regolamento, inoltre, specifica che il gestore di portali decadrà dall'autorizzazione al venir meno di tale requisito patrimoniale, salvo che non venga ricostituito entro due mesi e fermo il divieto di offerte in tale arco di tempo (art. 7, comma 3, regolamento 18592/2013, versione novembre 2017).

I gestori che abbiano ottenuto l'autorizzazione decadono dalla stessa in caso di mancato inizio dell'attività nel termine di sei mesi (contro i dodici delle SIM) o di successiva interruzione dell'attività per sei mesi (art. 11-*bis*, commi 1 e 2, Regol. Consob n. 18592/2013). La revoca dell'autorizzazione può avvenire, oltre che per decadenza, anche per perdita dei requisiti di iscrizione, per mancato pagamento del contributo di vigilanza, per adozione del provvedimento di radiazione (*ex art. 23, comma 1, lettera b)* regol. n. 18592/2013 sul quale cfr. *infra* § 3.3) e, in base alla nuova versione del regolamento, anche per il 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) e la possibilità per i gestori di presentare istanza di revoca dell'autorizzazione (come ora previsto dall'art. 19, comma 4-*bis* t.u.f. per le SIM, in recepimento della MiFID II), sulla quale la Consob deciderà entro sessanta giorni (nuovi commi 4-6, art. 11-*bis* regol. 18592/13)²³.

²³ L'art. 12 regola 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».

In conclusione, il procedimento autorizzativo ricalca quello delle SIM, ma, in considerazione delle modifiche apportate dal Decreto di attuazione della MiFID II e della conseguente bozza di revisione del regolamento Consob Intermediari²⁴ (e del regolamento delegato RTS C(2016)4417) a quest'ultimo, il primo appare più leggero e meno dettagliato, sia a livello di documentazione ed informazioni richieste che di per sé di requisiti (si vedano ad esempio, 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, ecc.) e complesso (di qui anche i termini più lunghi).

3.3. Vigilanza della Consob sui gestori (rafforzamento dei poteri dell'autorità nel 2017)

I gestori di portali sono soggetti alla vigilanza della Consob. Essi sono tenuti, in primo luogo, a trasmettere comunicazioni all'autorità in occasione, oltre dell'inizio, interruzione e riavvio dell'attività, anche variazioni dello statuto sociale, cambi di controllo e di chi svolge funzioni di amministrazione, direzione e controllo (anche deleghe e poteri). In secondo luogo, devono inviare all'autorità una relazione annuale sulle attività e strutture organizzative, dati sull'operatività del portale, sui casi di discontinuità operativa, reclami scritti e misure prese (art. 21 regol. n. 18592/2013). La Consob può in ogni caso chiedere la comunicazione di dati e di notizie e la trasmissione di atti e di documenti ed effettuare ispezioni.

Il d.lgs. 129/2017 ha rafforzato la vigilanza della Consob, attribuendo all'autorità il potere di convocare gli amministratori, i sindaci e il personale dei gestori (art. 50-*quinquies*, comma 6, t.u.f.). La versione del 2017 del regolamento Consob ha esteso i poteri di quest'ultima anche in campo cautelare, potendo la stessa adottare la misura cautelare di sospensione dell'attività del gestore (per non più di novanta giorni), in caso di necessità e urgenza e qualora «sussistano fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni

²⁴ CONSOB, *Modifiche al regolamento intermediari concernenti le procedure di autorizzazione delle SIM e l'ingresso in Italia delle imprese di investimento UE e la disciplina applicabile ai gestori in recepimento della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)*, Documento per la consultazione (31 luglio 2017).

di legge ovvero di disposizioni generali o particolari impartite dalla Consob» (art. 22 regol. n. 18592/2013), quindi non più solo nei casi “estremi” che avrebbero determinato la cancellazione del registro²⁵. L'autorità dovrà comunque valutare «le modalità di attuazione della condotta illecita e la reiterazione della violazione», al fine di rendere la misura cautelare proporzionale alla gravità e ripetitività della condotta (cfr. la normativa SIM).

La sospensione dell'attività (da uno a quattro mesi) può essere disposta, *ex art.* 23 regol. 18592/13, anche come sanzione in caso di grave violazione delle regole di condotta (contenute nel titolo III, artt. 13-21 regol. n. 18592/2013). La radiazione dal registro può invece essere comminata, tra l'altro, in caso di svolgimento di attività in assenza delle condizioni di cui all'articolo 24, cioè qualora nello Statuto degli offerenti non siano previsti i diritti di recesso e di revoca per il caso di cambio di controllo, *tag along*, ed il dovere di pubblicizzare i patti parasociali o non sia stata raggiunta la soglia minima di sottoscrizione da parte di investitori professionali ovvero siano stati selezionati come offerenti società diverse dalle PMI o contraffatta la firma dell'investitore o siano stati violati anche temporaneamente il divieto di detenzione di denaro o strumenti finanziari di terzi e per «ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità»²⁶. Peraltro, la versione del 2017 del regolamento attribuisce maggior flessibilità ai poteri sanzionatori della Consob, potendo ora questa disporre, «tenuto conto delle circostanze e di ogni elemento disponibile», in luogo della sanzione prevista (sospensione o radiazione), la tipologia di sanzione immediatamente inferiore o superiore, ancora una volta allineandosi alle modifiche al t.u.f. in recepimento della MiFID II e quindi all'attuale art. 110, ultimo comma, t.u.f.

²⁵ 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.

²⁶ Altri casi previsti dall'art. 23 regol. 18592/13 sono: la trasmissione di informazioni o documenti non veritieri, trasmissione di ordini non autorizzati dall'investitore, mancata comunicazione ai soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini dell'avvenuto esercizio del diritto di recesso o di revoca da parte dell'investitore e la reiterazione dei comportamenti che hanno determinato un provvedimento di sospensione dell'attività.

Sanzioni pecuniarie sono previste (e ora comminate dagli artt. 190, comma 1-*bis* e 190-*quater* t.u.f.) per svolgimento di attività di gestione dei portali senza autorizzazione e per violazione degli artt. 50-*quinqüies* e 100-*ter* t.u.f., mentre la Consob adotterà disposizione attuative specifiche in materia di *whistleblowing* (art. 50-*quinqüies*, comma 6, t.u.f.)²⁷.

3.4. *Limiti di attività dei gestori e obblighi in materia di conflitti di interessi (modifica del 2017 in materia di conflitti di interesse e self-placement)*

L'art. 50-*bis*, comma 2, t.u.f. impone ai gestori della sezione ordinaria di trasmettere gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale a banche ed imprese di investimento, non potendo procedere direttamente alla loro esecuzione. Ciò deriva in parte dai limiti ristretti dell'esenzione dell'art. 3 MiFID (che, si è visto, vale solo per gli intermediari che forniscano il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini o consulenza e che trasmettano ordini solo ad intermediari autorizzati) ma anche da un'interpretazione restrittiva data dall'Italia ai testi comunitari²⁸.

Fino alla modifica al regolamento Consob n. 18592/2013 avvenuta nel 2016, i gestori dovevano trasmettere gli ordini a banche ed imprese di investimento anche per permettere a queste ultime di concludere un contratto quadro di investimento con gli utenti della piattaforma e svolgere il test di appropriatezza. Quest'ultimo poteva essere omesso solo in presenza di somme contenute: €500 per singolo investimento per le persone fisiche e €5.000 per le persone giuridiche e complessivamente in un anno, rispettivamente, €1.000 e €10.000

²⁷ Le disposizioni in questione sono state oggetto di consultazione ma non ancora adottate: 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), in attuazione dell'art. 4-undecies, del decreto legislativo n. 58 del 1998 sui sistemi interni di segnalazione delle violazioni*, Documento per la consultazione, (9 Novembre 2017).

²⁸ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., p. 350. Sulle differenze interpretative, ad esempio, tra Italia e Regno Unito, cfr. ancora MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 327-328, 334.

(art. 13, comma 5-ter e 17, comma, 3 regol. n. 18592/2013). Attualmente, invece, le piattaforme possono scegliere se ricorrere a banche ed imprese di investimento per lo svolgimento del test di appropriatezza (oltre che per l'esecuzione degli ordini con le modalità *supra* riportate, in tal caso potendo omettere il questionario per gli investitori *retail*) oppure effettuare in proprio le verifiche di appropriatezza (in tal caso anche qualora le somme siano contenute), predisponendo a tal fine le opportune misure organizzative (e relativi costi) e trasmettendo gli ordini alle banche ed imprese di investimento esclusivamente per la loro esecuzione (senza quindi bisogno di un contratto quadro di investimento tra queste ultime e gli utenti, con notevole risparmio di costi).

Ai gestori della sezione ordinaria è anche vietato detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi per cui i fondi ricevuti dagli utenti e destinati agli emittenti/offendenti dovranno essere depositati presso la stessa banca o impresa di investimento che si occuperà dell'esecuzione degli ordini (come precisa ora il regolamento nella versione del novembre 2017) 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'offerta (art. 50-bis, comma 4, t.u.f. e art. 17, comma 6, regol. 18592/13).

Non avendo l'autorizzazione come SIM o altro intermediario autorizzato, i gestori di portali non possono ovviamente prestare altri servizi di investimento (oltre al servizio di ricezione e trasmissione di ordini per il quale hanno una specifica esenzione) e l'art. 13, comma 3, secondo periodo, regol. 18592/13 precisa che è fatto loro divieto di formulare raccomandazioni sulle singole offerte idonee ad influenzare le adesioni, così non correndosi neppure il rischio di fornire il servizio di consulenza su strumenti finanziari senza la dovuta autorizzazione.

Nella bozza di modifica del regolamento Consob sottoposta alla consultazione nel luglio 2017, l'autorità aveva inserito anche un divieto assoluto di *self-placement*²⁹ al fine di eliminare alla radice una fonte di conflitto di interessi in un settore non sottoposto a obblighi in

²⁹ Nell'art. 13, comma 1-bis, si vietava ai gestori «di condurre sul proprio portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti appartenenti al medesimo gruppo».

materia di *product governance* né ad altri presidi posti a tutela degli investitori tipici di servizi non esecutivi (come la profilatura di adeguatezza)³⁰. D'altra parte, essa aveva anche introdotto, superando il generico obbligo di agire in maniera da evitare il presentarsi di conflitti di interesse, una disciplina più puntuale in materia di gestione dei conflitti di interesse. Il nuovo art. 13, comma 1, regol. 18592/2013 impone (rifacendosi all'art. 34 del Regolamento delegato UE n. 2017/565 del 25 aprile 2016 in materia di conflitti di interesse) 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 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 dal gestore periodicamente, almeno una volta all'anno, al fine di adottare misure adeguate per rimediare ad eventuali carenze riscontrate. Solo qualora tali procedure e misure si rivelino insufficienti nel caso concreto ad evitare, con ragionevole certezza, il rischio di nuocere agli interessi degli investitori, il gestore può ricorrere alla misura estrema di informare chiaramente gli investitori 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.

Nella versione definitiva, invece, ferma la nuova disciplina in materia di gestione dei conflitti di interesse sopra descritta, il regolamento permette ai gestori di condurre offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo (sempre che, per un'interpretazione rispettosa della normativa primaria, siano rispettate le condizioni generali dell'offerta attraverso portali e quindi, ad esempio, l'emittente abbia le caratteristiche richieste dalla normativa – PMI). Il *self-placement* può avvenire, tuttavia, a condizione di adottare misure idonee per l'efficace gestione del conflitto che insorge in relazione a questo tipo di attività, tra le quali si

³⁰ CONSOB, *Revisione del regolamento n. 18592 del 26 giugno 2013* (Documento di consultazione, 2017), cit., pp. 4-6.

includono espressamente l'astensione dal condurre tali offerte qualora i conflitti di interesse non possano essere adeguatamente gestiti, così come, almeno, l'adozione di «a) [...] adeguati presidi operativi e procedurali volti ad assicurare che gli strumenti oggetto delle offerte siano compatibili con le caratteristiche, le esigenze e gli obiettivi di un determinato mercato di riferimento; b) l'effettuazione della *due diligence* dell'operazione, da parte di un soggetto terzo indipendente; c) l'effettuazione, da parte dei soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini, della valutazione di adeguatezza degli strumenti finanziari oggetto delle offerte, anche nel caso in cui il gestore esegua direttamente la verifica prevista dal comma 5-*bis*)» (art. 13, comma 1-*ter*). In ogni caso, il gestore «fornisce 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». In caso di *self-placement*, quindi, si pongono in capo ai gestori di portali obblighi anche maggiori rispetto a quelli richiesti alle imprese di investimento e banche (che sono sottoposte a obblighi e vigilanza più incisivi ma anche ad una maggior pressione verso la distribuzione dei propri strumenti finanziari computabili ai fini del calcolo del patrimonio di vigilanza). Infatti, queste ultime, in caso di *self-placement*, pur essendo comunque vincolate dai nuovi obblighi in materia di *product governance* introdotti dalla MiFID II e dal generale obbligo di agire nel migliore interesse del cliente, s'intendono svolgenti il servizio di esecuzione di ordini (per espressa disposizione dell'art. 4, paragrafo 1(5) MiFID II) e sono quindi tenute alla semplice verifica di appropriatezza (non di adeguatezza), sempre che non vi siano gli estremi per l'*execution-only* (comunque esclusa per i prodotti illiquidi e complessi)³¹.

³¹ I gestori di portali della sezione ordinaria non sono imprese di investimento né banche quindi tale disposizione non si applica al *self-placement* dei gestori di portali ma, altrimenti, esso costituirebbe attività vietata alle piattaforme in quanto esecuzione di ordini. Cfr. *amplius*, MACCHIAVELLO, Sub art. 50-quinquies t.u.f., cit. In materia di *self-placement*, cfr. ENRIQUES e GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, (15 dicembre 2017), in corso di pubblicazione in *The Italian Law Journal* e disponibile su SSRN, <https://ssrn.com/abstract=3088832>.

3.5. Obblighi dei gestori di verifica delle condizioni di perfezionamento dell'offerta (modifica del 2017 in materia di quota di sottoscrizione di investitori professionali in presenza di determinate PMI)

I gestori di portali devono anche verificare il rispetto della condizione di perfezionamento dell'offerta consistente della parziale sottoscrizione, pari al 5% dell'offerta, da parte di investitori professionali (dal 2016, si è anticipato, anche se su richiesta), 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*)³² (art. 24, comma 2, regol. Consob n. 18592/2013). Come si è anticipato, il novero di soggetti la cui parziale sottoscrizione rappresenta una condizione di perfezionamento delle offerte tramite portale è stata significativamente e progressivamente ampliata anche in considerazioni delle difficoltà di soddisfare tale requisito da parte dei soli investitori professionali di diritto, tendenzialmente non costituenti i tipici investitori nel settore di start-up e solo parzialmente di PMI. La versione del regolamento Consob del novembre 2017 ha peraltro abbassato al 3% la quota di sottoscrizione in questione, in presenza di PMI (tendenzialmente meno opache e meno 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» (nuova comma 2-ter).

³² Essi sono da identificare negli investitori con un «valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contante, 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. n. 18592/13).

3.6. *Obblighi di condotta dei gestori. In particolare, obblighi informativi (nessuna modifica nel 2017)*

L'individuazione degli obblighi di condotta cui sono sottoposti i gestori (al di là di quelli già sopra discussi) è rimessa dal t.u.f. (art. 50-*quinquies*, comma 5, t.u.f.) alla normativa secondaria. L'art. 13, comma 1, regol. 18592/2013 identifica gli stessi, in linea generale, nel dovere di operare con diligenza, correttezza e trasparenza (cfr. art. 21 t.u.f.), nel rispetto della parità dei clienti in situazioni identiche.

Tralasciando le prescrizioni meno centrali (di gestione rapida ed efficiente degli ordini, di gestione dei rischi operativi, di riservatezza e di conservazione della corrispondenza e documentazione contrattuale: artt. 17-20 Regol. n. 18592/2013), gli obblighi di condotta più pervasivi sono indubbiamente quelli informativi (che ricordano quelli previsti dagli artt. 29-32 regol. intermediari). Il gestore deve pubblicare sul sito in forma sintetica e comprensibile, le informazioni sul gestore stesso e sulla sua attività, con particolare riguardo, tra le altre cose, alle modalità di selezione delle offerte (anche in caso di eventuale affidamento a terzi), alle misure di gestione degli ordini (anche in merito a chi svolgerà la verifica di appropriatezza), ai costi, alle misure anti-frode e di protezione dei dati dei clienti, ai dati aggregati su offerte ed esiti, agli estremi di eventuali sanzioni, e alla presenza o meno di iniziative adottabili nei confronti degli offerenti che violino le regole di funzionamento del portale (art. 14 regol. n. 18592/13). In secondo luogo, il gestore deve fornire in maniera sintetica e facilmente comprensibile (anche attraverso canali multimediali) informazioni sull'investimento in strumenti finanziari tramite portale, in merito, ad esempio, ai rischi di perdita anche totale di capitale, al rischio di illiquidità, al divieto legale di distribuzione degli utili in caso di start-up innovative (*ex* art. 25 Decreto Crescita *bis*), alle deroghe al diritto societario e fallimentare ed al diritto di recesso in caso di investitore *retail ex* art. 13, comma 5 del regol. 18592/2013 (art. 15 e allegato 3 regol. n. 18592/2013). In terzo luogo, e ancora a livello di obblighi informativi generali, i gestori devono attirare l'attenzione degli investitori (*retail*) sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie e non diffonde notizie che non siano coerenti con quanto pubblicato sul sito. Infine, essi

devono rendere disponibili in maniera dettagliata, chiara, corretta, non fuorviante e senza omissioni agli investitori le informazioni trasmesse dall'emittente (e mantenerle disponibili per un certo periodo ed aggiornarle) in merito all'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 (art. 13, comma 2, regol. n. 18592/2013). Tuttavia, l'emittente/offidente rimane, l'unico responsabile della veridicità e della completezza delle informazioni fornite agli investitori attraverso la piattaforma (cfr. allegato 3 regol. n. 18592/2013).

Proprio con riferimento alle singole offerte, i gestori devono poi dare attuazione ai loro obblighi informativi seguendo lo schema di documento informativo redatto dalla Consob e contenuto nell'allegato 3 del regol. n. 18592/2013 (art. 16, comma 1). Il gestore deve perciò, utilizzando una formula standard, sottolineare, in via preliminare e con evidenza grafica, l'assenza di approvazione da parte della Consob delle informazioni, la già menzionata responsabilità esclusiva dell'offerente per la completezza e veridicità dei dati e delle informazioni fornite e richiamare l'attenzione degli investitori sull'illiquidità dell'investimento (cfr. allegato 3 regol. 18592/2013). Inoltre, il gestore deve descrivere i rischi specifici connessi all'offerente ed all'offerta e trascrivere le informazioni fornite dall'offerente/emittente (e relativi aggiornamenti), incluse la descrizione dell'offerente, degli strumenti finanziari e dell'offerta (compresa la quota di sottoscrizione di investitori professionali o assimilati e costi sull'investitore), dati sulle banche o SIM che curano il perfezionamento dell'ordine e sul relativo conto di deposito, informazioni sulle modalità di esercizio del diritto di revoca e di recesso, legge applicabile, foro competente ed eventuali servizi del portale in connessione all'offerta (art. 16, comma 1, lett. b) ss.; allegato 3 regol. n. 18592/2013). A livello di requisiti qualitativi è richiesto che il linguaggio sia non tecnico, "gergale", chiaro e conciso e le dimensioni del documento non superino le cinque pagine.

Cautele aggiuntive sono predisposte per gli investitori *retail* (non professionali) in quanto, oltre a dover essere avvertiti dal gestore, come si è anticipato, dell'esigenza di proporzionare gli investimenti in «attività finanziaria ad alto rischio» alle proprie disponibilità finanziarie (art. 13, comma 3, primo periodo), non possono accedere

ad una descrizione dettagliata dei progetti richiedenti se non dopo aver preso visione del materiale informativo predisposto dalla Consob, risposto adeguatamente ad un questionario attestante la comprensione dei rischi e delle caratteristiche dell'investimento e dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale perdita (art. 15, comma 2, Regol. 18592/2013).

3.7. Misure aggiuntive di tutela per gli investitori retail (aggiunta nel 2017 di una durata massima al diritto di recesso in caso di PMI)

Agli investitori *retail* sono riconosciuti diritti ulteriori, non solo, come si è visto, in quanto ad informazioni. Questi beneficiano infatti di un diritto di co-vendita (*tag along*) o di recesso in caso di cambio di controllo nella PMI (la presenza dei quali negli Statuti degli offerenti deve essere verificata dal gestore *ex art.* 24 regol. 18592/13, a pena di radiazione dell'albo, e dell'esistenza e modalità di esercizio dei quali lo stesso deve comunicare agli investitori: v. *supra* § 3.6.), assicurando l'*exit* degli investitori *retail* in caso di uscita strategica del fondatore della società nella quale questi abbiano riposto la fiducia o che tendenzialmente rappresenta la figura chiave per il successo della società³³. Con l'estensione della categoria degli offerenti a tutte le PMI, la modifica del 2017 del regolamento Consob inserisce un limite di tre anni dalla conclusione dell'offerta all'esercizio dei diritti di recesso e di revoca, prima invece naturalmente limitati al perdurare della qualifica di start-up innovativa (art. 24, comma 1, lett. a)).

Inoltre, gli investitori *retail* hanno un diritto di recesso di pentimento entro sette giorni dall'ordine (art. 13, comma 5, regol. n. 18592/2013, ispirato alla disciplina dell'offerta a distanza e del diritto dei consumatori) ed un diritto di revoca in caso di sopravvenienza di un fatto nuovo o errore materiale tra il momento di adesione e quello di chiusura dell'offerta da esercitarsi entro sette giorni da quando la sopravvenienza è stata portata a conoscenza degli investitori (art. 25, comma 2, regol. n. 18592/2013³⁴). I gestori di portali devono

³³ Cfr. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Rivista delle Società*, 2014, 2-3, 371.

³⁴ Esso 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

informare gli investitori dell'esistenza e delle modalità di esercizio di tali diritti (art. 15, comma 1, art. 16, comma 1 e allegato 3, regol. 18592/13).

4. *Una valutazione della disciplina alla luce delle numerose modifiche.*

Dall'esame della disciplina emerge la volontà del legislatore italiano di introdurre un regime per l'*equity crowdfunding* simile a quello previsto per i servizi di investimento ma semplificato. Tuttavia, questo obiettivo di bilanciamento tra l'esigenza di apprestare tutele equivalenti per gli investitori e non soffocare lo sviluppo del settore, nel rispetto delle normative europee, non appare sempre realizzato. I gestori vengono infatti sottoposti a rilevanti obblighi, spesso almeno equivalenti rispetto a quelli previsti per le SIM (tranne in materia di *governance* e organizzazione), mentre gli strumenti di protezione degli investitori non appaiono sempre efficaci (come si commenterà *infra*).

La tendenza a porre obblighi considerevoli sui gestori di portali era già evidente nella disciplina originaria (da cui un successivo tentativo di alleggerimento di cui si è detto) ma un parziale inasprimento è stato recentemente determinato anche dalla necessità di adeguarsi al nuovo paragrafo 2 dell'art. 3 MiFID (v. in materia di assicurazione professionale, conflitti di interesse e, probabilmente in futuro, requisiti degli amministratori; poteri maggiori e più discrezionali dell'autorità in materia di convocazione degli organi, poteri cautelari e sanzionatori), anche se la Consob ha prescelto un'interpretazione severa della normativa comunitaria, non sempre rispettosa del più volte menzionato principio di proporzionalità, e introdotto requisiti aggiuntivi (v. la condizione di perfezionamento costituita dalla sottoscrizione di una determinato quota dell'offerta da parte di investitori professionali e dai diritti di *tag-along* degli investitori *retail*).

prima della chiusura definitiva. Il gestore deve anche verificare che lo Statuto delle società preveda i diritti di recesso, revoca e co-vendita, oltre alla comunicazione alla società e pubblicazione sul sito dei patti parasociali (art. 24 regol. n. 18592/13).

Ad ogni modo, il procedimento di autorizzazione ricalca 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, non capitale minimo ma assicurazione professionale o adesione a sistemi di indennizzo, ecc.) ma è effettivamente più snello, specialmente se raffrontato con quello che sarà applicato per le SIM a seguito del recepimento MiFID II anche a livello di normativa secondaria.

Invece, guardando alla disciplina applicabile allo svolgimento dell'attività, i gestori di portali iscritti nella sezione ordinaria, pur formalmente svolgenti un servizio meramente esecutivo, non solo sono sottoposti a limiti di attività, obblighi informativi speciali, obblighi di verifica del rispetto delle condizioni limitative di legge (che logicamente dovrebbero essere controbilanciati da facilitazioni e alleggerimenti della disciplina applicabile) ma anche a obblighi di organizzazione (perlomeno in caso di svolgimento in proprio del test di appropriatezza), trasparenza e condotta che rievocano quelli esistenti per le imprese di investimento anche se in alcuni (rari) casi semplificati (si veda in materia di *governance*), specialmente in presenza di clientela professionale (mentre per i clienti *retail* sono invece previste tutele aggiuntive che riprendono misure di protezione mutuata dal diritto dei consumatori o degli investitori).

Gli alleggerimenti di disciplina, che si è cercato di apportare nel tempo, non sempre hanno avuto l'effetto sperato dagli operatori: ad esempio, l'introduzione della possibilità per i gestori di portali di svolgere autonomamente il test di appropriatezza ha comportato per gli stessi, da un lato, una semplificazione delle procedure ed un abbassamento dei costi in caso di somme sopra soglia (non dovendo necessariamente far sottoscrivere un contratto quadro tra investitore e operatore tradizionale e far pagare al cliente la relativa commissione) ma, dall'altro, un aggravio di costi per adeguare le strutture organizzative ai relativi controlli di appropriatezza ed 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 autorizzati tradizionali (cfr. art. 17, comma 4, regol. n. 18592/2013).

D'altra parte, le misure di protezione degli investitori non sempre appaiono cogliere nel segno. Ad esempio, il richiedere l'ottenimento da parte del gestore della dichiarazione dell'investitore in merito alla sua capacità di investire, potrebbe risultare in una misura debole e meramente formale (una semplice crocetta apposta in una schermata del procedimento di investimento), non essendo richiesto che il portale fornisca agli investitori strumenti per verificare l'effettiva sostenibilità dell'investimento. La normativa poi non lesina sui dati complessivamente da comunicare (anche se giustamente si impongono anche requisiti qualitativi dei documenti informativi), con un rischio di *information over-load*, in un mercato dove invece sarebbe necessario limitare la comunicazione agli investitori alle informazioni strettamente necessarie al fine di semplificare il compito dell'investitore di leggere le informazioni riferibili alla molteplicità di società nelle quali ha investito solo somme individualmente ridotte.

Inoltre, la normativa pone esclusivamente a carico dell'offerente la responsabilità per le informazioni trasmesse al gestore di portali e quest'ultimo, come si è detto, ha solamente un obbligo di comunicarle agli investitori in maniera chiara, corretta, non omissiva e non ingannevole, non di verificarle e quindi di assicurare, nei limiti della diligenza, che le informazioni siano effettivamente corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive (mentre la MiFID richiede che le imprese di investimento comunichino informazioni corrette, chiare, non ingannevoli e tempestive e così dovrebbe essere anche per i gestori di portali *ex art. 3(2) MiFID II*). Non sono quindi stati espressamente posti in capo al gestore di portali obblighi di verifica delle richieste di ammissione né di diligente selezione degli offerenti (le cui modalità devono essere semplicemente descritte *ex art. 14* *regol. 18592/13*)³⁵ e, mentre è ragionevole far derivare dal dovere generale di agire con diligenza e correttezza (*art. 13, comma 1* *regol. n. 18592/13*) un obbligo di selezionare diligentemente i richiedenti svolgendo gli opportuni controlli (come ad esempio, espressamente previsto dalle normative francesi e spagnole in materia di *investment-based crowdfunding*)³⁶, non sembra possibile riconoscere in capo ai

³⁵ Tali obblighi sono invece posti a carico dei *conseillers en investments participatifs (CIP)* in Francia (ma non in altri paesi): cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit..

³⁶ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 320 ss.

gestori di portali una responsabilità per le informazioni trasmesse agli investitori paragonabile a quella da prospetto³⁷ o derivante dalla prestazione di un servizio di investimento non esecutivo riconosciuta in capo agli intermediari tradizionali. Infatti, la normativa afferma espressamente la responsabilità esclusiva dell'offerente per le informazioni trasmesse e richiede al gestore di portali di avvertire il cliente in merito all'assenza di controlli da parte dell'autorità sui documenti informativi. Inoltre, la responsabilità da prospetto grava primariamente sul responsabile del collocamento (quasi con la stessa intensità dell'emittente) e sull'offerente mentre sugli altri soggetti che hanno contribuito a redigere il prospetto solo con riferimento alle parti di propria competenza ed il gestore del portale non svolge (né potrebbe svolgere) il servizio di collocamento (dovendo astenersi da attività promozionale o suggerimenti o accordi con l'offerente che garantiscano un certo successo dell'iniziativa) né si presenta agli utenti con un ruolo di garanzia (inserendo anzi *disclaimer*)³⁸. Tuttavia, l'offerta di servizi aggiuntivi pubblicizzati che attestino un lavoro di ricerca e selezione approfonditi, oltre che esporre il gestore al rischio di qualificazioni della propria attività in termini di servizi di investimento non esecutivi e conseguenti sanzioni, potrebbe creare le basi per pronunce di responsabilità da affidamento nelle informazioni trasmesse ai clienti³⁹. In Spagna e in Austria si afferma espressamente la responsabilità della piattaforma per le informazioni fornite

³⁷ *Contra*, parrebbe, PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, pp. 79-80.

³⁸ Mi permetto di rinviare, per un'analisi delle questioni e riferimenti bibliografici, a MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari*, in VISINTINI (a cura di), *Trattato della responsabilità civile*, vol. 2, Padova, 2009, pp. 793 ss. e *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 4/5, 911. Più recentemente (ed autorevolmente): ANELLI, *La responsabilità da prospetto fra novità legislative e sentenze della Suprema Corte*, in *Soc.*, 2011, 417; G. AFFERNI, *Responsabilità da prospetto: natura, danno risarcibile e nesso di causalità*, in *Resp. civ. prev.*, 12, 2011, 852; SARTORI, *La responsabilità da prospetto informativo*, in *Riv. dir. banc.*, 2011, 8; SANGIOVANNI, *La responsabilità per il prospetto fra diritto comunitario, legge nazionale e regolamento CONSOB*, in *Resp. Civ.*, 2011, 12, 852.

³⁹ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 328-329; Id., *Sub art. 50-qui quies t.u.f.*, cit..

all'investitore, anche se solo con riferimento alla completezza e alla coerenza delle stesse⁴⁰.

Peraltro, la normativa secondaria richiede che il gestore comunichi all'investitore, qualora siano state previste, eventuali misure predisposte nei confronti dell'offerente per l'ipotesi di violazione degli obblighi da parte di questi ma la predisposizione di tali misure è appunto solo eventuale, benché le stesse possano avere un maggior carattere deterrente di condotte scorrette dell'offerente rispetto al remoto rischio di azione legali da parte dei singoli investitori per somme, individualmente considerate, limitate.

Il legislatore italiano non ha invece voluto inserire limiti massimi agli investimenti da parte degli utenti, forse ritenendo ciò un allontanamento eccessivo dall'impianto tradizionale del diritto bancario/finanziario, che appresta tutele ma non limita la libertà di scelta degli investitori. Tuttavia, considerato il coraggio giustamente mostrato nel superare alcuni limiti tradizionali del nostro ordinamento (si veda il parziale superamento del divieto di offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l.⁴¹, così ampio da far sospettare un parziale transito delle quote di s.r.l. PMI nella categoria degli strumenti finanziari⁴²), l'introduzione di limiti massimi di

⁴⁰ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based Crowdfunding: Is MiFID II enough?*, in BUSCH e FERRARINI (a cura di), *Regulation of the EU Financial Markets. MiFID II and MiFIR*, Oxford, 2017, pp. 659-692.

⁴¹ Il meccanismo di trasferimento alternativo previsto dall'art. 100-ter, commi 2-bis ss., è stato peraltro esteso nel 2017 anche alle quote di s.r.l. PMI.

⁴² In base alla normativa societaria tradizionale, le quote di s.r.l. non possono essere rappresentate da azioni (e per interpretazione, più in generale, da titoli) né offerte al pubblico (art. 2468, comma 1, c.c.), anche al fine, si ritiene, di impedire la formazione di un mercato di quote di società più pensate per soci-imprenditori, soggette ad un regime molto flessibile e quindi con tutele inferiori per i soci di minoranza (cfr. BIANCHI e FELLER, sub art. 2468, in A. BIANCHI, (a cura di), *Società a responsabilità limitata, Commentario alla riforma delle società* a cura di Marchetti et al., Giuffrè, Milano, 2008, p. 311; ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 – L'impresa start up innovativa*, 535; PINTO, *L'"equity based crowdfunding" in Italia al di fuori delle fattispecie regolate dal Decreto Crescita*, in *Le Società*, 2013, 7, 818, 827-828; MORINO, Sub art. 2468, co. 1, in Cagnasso e Mambriani (a cura di), *Codice della società a responsabilità limitata*, Nel Diritto, Roma, 2015, 281-2; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata (artt. 2462-2474)*, in *Codice civile. Commentario*, già diretto da P. Schlesinger e continuato da

F.D. Busnelli, Giuffrè, Milano, 2010, 510). Per tali motivi, si è tradizionalmente negata alle quote di s.r.l. la natura di strumenti finanziari, riconducendole semplicemente nella categoria dei prodotti finanziari (cfr. Comunicazione Consob 1 giugno 2001, n. DEM/1042775; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2014, 6, 699, 714). Tuttavia, il Decreto Crescita *bis* (e successive modifiche) ha esentato appositamente le quote di PMI in forma di s.r.l. dal divieto di offerta al pubblico anche attraverso portali, ma non solo, quindi ora ammettendosi pure offerte effettuate attraverso i canali tradizionali per queste s.r.l. (art. 100, comma 1-*bis*, t.u.f.), si è prevista la possibilità di creare nuove categorie di quote con diritti diversi (in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3, c.c.) destinate, ad esempio, ai soci-investitori (contrapposti ai soci-imprenditori) e quindi caratterizzate da maggior standardizzazione (agevolandone la circolazione) ed una nuova modalità di circolazione delle quote per la facilitazione di un mercato secondario (art. 100-*ter*, comma 2-*bis*, t.u.f.) (cfr. GUACCERO, *La start-up*, 710; Spada e Maltoni, *L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata*, in *Riv. Not.*, 3/2013, 579, 589-591; CAGNASSO, *Note in tema di s.r.l. start-up innovative: un nuovo tipo societario a durata limitata?*, in Di Cataldo et al. (a cura di), *Impresa e mercato - Studi dedicati a Mario Libertini*, Milano, 2015, 79; GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa in forma di s.r.l.*, in *Giur. comm.* 2016, I, 549; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative*; MARASÀ, *Considerazioni sulle nuove s.r.l.: s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative*, in *Le Società* 2013, 1094;

BENAZZO, *La s.r.l. start-up innovativa*, in *NLCC* 2014, I, 101; COSSU, *Le start-up innovative in forma di società a responsabilità limitata. Profili privatistici*, in CAMPOBASSO et al., a cura di, *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, II, Torino, 2014, 1705). Ci si può quindi chiedere se tali modifiche e deroghe al diritto comune (solo talvolta parziali e temporanee), da alcuni Autori ritenute forme di avvicinamento al modello di s.p.a., siano in grado di rendere strumenti finanziari le quote (o documenti rappresentativi di essi) delle s.r.l. PMI. La risposta sembra finora negativa per la maggior parte degli interpreti, i quali argomentano sulla base del divieto generale di incorporare le quote in titoli e quindi alla non sussumibilità delle stesse nelle categorie elencate nel t.u.f. (cfr. GUACCERO, *La start-up*, 714-715; PINTO, *L'equity crowdfunding*, cit., 826-27; ASSONIME, *Circolare n. 11*, cit., 536 e 544). Tuttavia il dubbio può persistere per diversi motivi: la nozione comunitaria di strumento finanziario è ampia (per questo soggetta a distinte interpretazioni a livello nazionale: MACCHIAVELLO, *La modifica al regolamento Consob*, cit., 305 ss.), anche nel nostro ordinamento la dottrina riconduce la negoziabilità alla semplice esistenza di un valore commerciale ed alla capacità di essere oggetto di transazioni con carattere standardizzato e le motivazioni sull'esclusione si basano primariamente sulla finalità di impedire la creazione di un mercato, obiettivo invece perseguito dalla riforma attraverso la nuova modalità di circolazione *ex art.* 100-*ter*, comma 2-*bis*, t.u.f.). Sul concetto di quota di s.r.l. come valore mobiliare, cfr. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale* –

investimento, specialmente se variabili a seconda del reddito degli investitori (con una sorta di automatico blocco di inadeguatezza presunta in presenza di redditi bassi), avrebbe giustificato un effettivo alleggerimento della disciplina a carico dei gestori (in quanto limitante anche i rischi coinvolti) e si sarebbe comunque posto in linea con le attuali tendenze del diritto europeo, il quale prevede ora anche divieti di commercializzazione presso investitori *retail* di prodotti complessi e illiquidi (cfr. i poteri di *product intervention*). In altri paesi quali Regno Unito, Spagna, Portogallo, Austria e Germania, sono invece presenti limiti massimi di investimento da parte degli investitori *retail* per progetto (che variano da €1.000 a €10.000) e/o in totale all'anno per singolo investitore (da €5.000 a €10.000) ma in alcuni paesi i limiti variano in funzione del reddito e risorse disponibili o se si è consigliati da un intermediario autorizzato (v. in Germania, Austria, Regno Unito)⁴³.

Similmente, sempre controbilanciato da semplificazioni della normativa applicabile, si sarebbe potuto abbassare al di sotto della soglia dei € 5 milioni il quantitativo massimo richiedibile da parte di ogni singolo offerente così sempre da contenere i rischi (e aumentare l'effetto complementare o inclusivo del *crowdfunding*). Tuttavia, in occasione dell'entrata in vigore del nuovo regolamento europeo in materia di Prospetto, non è stato toccato né il limite massimo di esenzione generale dall'obbligo di prospetto (che avrebbe potuto essere portato a € 8 milioni) né abbassato (con modifica dell'art. 100-ter comma 1 t.u.f.)⁴⁴ quello applicabile alle piattaforme di *equity crowdfunding*, per cui le offerte tramite portale non incontrano limiti più stringenti rispetto a quelli tradizionali previsti per l'esenzione da prospetto. Al contrario, in Francia e Germania è prevista una soglia

Diritto delle società 2, 566; MORINO, *Sub* art. 2468, co. 1, cit., 277-78. Sulla sufficienza della standardizzazione e valore commerciale per la qualificazione come strumento finanziario, cfr. CARBONETTI, *Dai "valori mobiliari" agli "strumenti finanziari"*, in *Riv. soc.* 1996, 1103, 1106; COSTI e ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da G. Cottino, vol. VIII, Cedam, Padova, 2004, 40; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2014, 84-86.

⁴³ Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*, cit.

⁴⁴ L'art. 100-ter, comma 1, t.u.f. rinvia all'art. 100, comma 1, lett. c) t.u.f.; art. 34-ter, comma 1, lett. c) regol. emittenti n. 11971/1999.

massima riferita all'offerta per emittente su una certa piattaforma in un anno (rispettivamente, €1 milione e €2,5 milioni) ed in Spagna e Portogallo un limite massimo riferito all'offerta di ogni emittente su qualunque piattaforma nell'arco di dodici mesi (rispettivamente, €2 milioni e €1 milione)⁴⁵.

Nonostante i diversi interventi normativi, è da segnalare inoltre che non è stata colta dal regolatore italiano l'occasione di chiarire alcuni aspetti importanti. Ad esempio, la normativa italiana non descrive in cosa consista l'attività di gestione di portali online per la raccolta di capitali di PMI e imprese sociali. Se questo favorisce l'innovazione dei modelli, d'altra parte, facilita anche l'impiego di *business models* lontani dal modello originario di semplice facilitazione dell'incontro delle parti, con il rischio che gli investitori siano esposti a rischi nuovi e diversi (vicini, ad esempio, a gestione di portafogli o gestione collettiva per l'impiego di sistemi automatici di investimento) e gli operatori alla "sorpresa" di essere considerati operanti in violazione di altre riserve di attività, al ricorrere di certi servizi offerti agli utenti. Al contrario, ad esempio, la normativa spagnola (contenuta nella *Ley de fomento de la financiación empresarial* n. 5 del 28 aprile 2015) non solo fornisce una definizione specifica di attività di "*financiación participativa*" (che pone al centro l'attività di messa in contatto professionale via internet di una parte interessata ad investire con aspettativa di rendimento ed un'altra interessata a ricevere finanziamenti provenienti da una pluralità di persone)⁴⁶ ma specifica anche che le piattaforme possono formalizzare i contratti di sottoscrizione di partecipazione tra emittenti e investitori e fornire alcuni servizi tipici quali la ricezione, selezione e pubblicazione dei progetti, la creazione di canali di comunicazione per la contrattazione tra investitori ed emittenti ed altri servizi considerati ausiliari quali la

⁴⁵ Cfr. ancora sulle discipline straniere, MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*.

⁴⁶ Art. 46 *ley de fomento*: «Son plataformas de financiación participativa las empresas autorizadas cuya actividad consiste en 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».

valutazione dei progetti, l'analisi degli stessi e del loro livello di rischio, la pubblicazione delle informazioni in modo oggettivo, la predisposizione di modelli di contratto, la trasmissione di informazioni tra emittenti ed investitori sull'andamento del progetto (art. 51) e vieta la prestazione di servizi di investimento, le raccomandazioni personalizzate e l'impiego di forme di investimento automatico (art. 52 *ley de fomento*).

Forse tale mancanza nel regime italiano è anche frutto di una parziale incertezza di base sull'inquadramento del fenomeno: si è qualificato l'*equity crowdfunding* come servizio di ricezione e trasmissione (anche al fine di ricorrere all'esenzione *ex art. 3 MiFID*), per poi rendersi che le piattaforme svolgono di fatto un ruolo più pregnante della mera trasmissione di ordini (occupandosi anche di selezionare gli offerenti, talvolta fornendo servizi di *business support*, modelli contrattuali standard alle parti e di gestire le relazioni delle parti dopo la conclusione del contratto) e quindi cercare di imporre alcuni requisiti assimilabili a servizi non meramente esecutivi (si veda l'iniziale massimale assicurativo parametrato su quello dei consulenti e alcuni obblighi informativi), senza però giungere ad affermare obblighi di verifica e controllo, evitando di re-intermediare quello che voleva costituire una disintermediazione. Si è preferite responsabilizzare invece gli investitori professionali, tenuti tra l'altro a verificare la correttezza del prezzo (v. la quota di sottoscrizione obbligatoria di certi investitori professionali; le condizioni per il *self-placement*).

Non si è poi precisato se possono rientrare tra gli strumenti offerti attraverso i portali gli strumenti finanziari partecipativi di cui all'art. 2346 u.c. c.c. imputati a patrimonio netto, eventualmente anche estendo a questi la deroga al generale divieto di offerta al pubblico da parte delle PMI in forma di s.r.l., al momento secondo parte degli interpreti sussistente con esclusivo riferimento alle quote rappresentative di capitale⁴⁷.

⁴⁷ Gli strumenti finanziari partecipativi (considerati strumenti di rischio quando comportano partecipazione al rischio d'impresa: cfr. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, p. 733) sono emettibili anche da parte delle s.r.l. start-up e PMI innovative *ex art. 26, comma 7, Decreto Crescita bis* ma per parte della dottrina non sembrano essere ricompresi tra gli strumenti che queste ultime possono offrire al pubblico in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c. dal momento che

Ad ogni modo, l'ordinamento italiano, nel difficile compito di bilanciare i diversi interessi coinvolti e di inquadrare il fenomeno all'interno degli schemi esistenti, ha mirato a raggiungere un equilibrio tra semplificazione e protezione degli investitori anche attraverso soluzioni nuove e si è dimostrato disposto a modificare più volte la risposta regolatoria in funzione delle mutate o evidenziate esigenze per cui non si esclude che la materia subirà nuovamente aggiustamenti nel giro di pochi anni.

5. La proposta di regolazione a livello europeo: scenari alternativi possibili ed effetti per Italia

La disciplina italiana sull'*equity-crowdfunding*, essendo stata adottata nell'ambito dell'esenzione *ex art. 3 MiFID II*, è meramente nazionale, per cui trova applicazione solo nel territorio italiano. Nella sezione ordinaria del registro dei gestori di portali possono iscriversi anche soggetti dell'Unione europea con sede stabile nel territorio italiano, rispettando la relativa normativa e vigilanza della Consob. Non è quindi previsto alcun passaporto europeo in materia e gli

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) regol. n. 18592/2013 definisce poi come strumenti finanziari ai fini della normativa sul *crowdfunding* solo «le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR». In questo senso: FREGONARA, *La start up innovativa. Uno sguardo all'evoluzione del sistema societario e delle forme di finanziamento*, p. 83; LAUDONIO, *La folla e l'impresa*, pp. 30-32; GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, 710 (nota n. 35) e 715. *Contra*, VITALI (*Equity crowdfunding*) che suggerisce invece di includere gli strumenti partecipativi tra quelli offribili attraverso piattaforme quando questi presentino le caratteristiche effettive di capitale di rischio. Cfr. anche ASSONIME, *Circolare n. 11 del 6 maggio 2013 – L'impresa start up innovativa*, 544 e GUIZZARDI, *L'impresa start-up innovativa in forma di s.r.l.*, 577-579 (il quale afferma che un'interpretazione che impedisse l'offerta al pubblico degli strumenti finanziari partecipativi emessi dalle PMI s.r.l. frustrerebbe 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*).

operatori italiani, così come gli altri europei, quando intenzionati ad offrire i loro servizi oltre i confini nazionali, dovranno sottostare alla varietà di approcci giuridici e normative nazionali previste nei diversi paesi, affrontando i relativi costi e difficoltà tecnico-pratiche⁴⁸. Banche ed imprese di investimento, invece, per le cui attività esiste già un passaporto europeo, possono svolgere l'attività di *equity-based crowdfunding* sull'intero territorio europeo in regime di mutuo riconoscimento, pur dovendo eventualmente sottostare agli specifici obblighi contenuti nelle normative nazionali sul crowdfunding dell'*host State* (probabilmente *ex art. 24(12) MiFID II*)⁴⁹.

Negli ultimi anni la Commissione europea ha studiato e monitorato il settore, inserendo il *crowdfunding* tra gli strumenti utili a realizzare gli obiettivi della *Capital Markets Union* (in particolare con riferimento all'obiettivo di ampliare l'accesso a fonti di finanziamento delle PMI)⁵⁰ ma non aveva finora ritenuto opportuno intervenire in

⁴⁸ Mi permetto ancora di rinviare a MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 320 ss; MACCHIAVELLO, Sub art. 50-quinquies t.u.f., cit. Cfr. anche 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>. Da ultimo, 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; GAJDA, O. 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

⁴⁹ Più ampiamente sul tema, cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit., pp. 342 ss.; FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*, cit., pp. 686 ss.; MACCHIAVELLO, Sub art. 50-quinquies t.u.f., cit.

⁵⁰ Fra i. numerosi documenti, cfr.: EUROPEAN COMMISSION, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, (Communication) COM(2015) 468/2; EUROPEAN COMMISSION, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, cit.; EUROPEAN COMMISSION, *Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, (Communication) COM(2017) 292 final; EUROPEAN COMMISSION, *Staff Working Document Accompanying the Communication on the Mid-Term Review of the Capital Markets Union Action Plan*, SWD(2017) 225 final, pp. 30 ss..

materia, motivando sulla base della natura giovane e geograficamente ancora ristretta del *crowdfunding*⁵¹. Più recentemente, invece, la Commissione pare aver mutato opinione, avendo manifestato interesse ad assumere un'iniziativa legislativa avente ad oggetto la regolazione dell'*investment-based crowdfunding* e del *lendig-based crowdfunding*. L'obiettivo sarebbe di favorire lo sviluppo dell'attività delle piattaforme anche *cross-border* superando le numerose differenze tra i regimi nazionali⁵² attraverso l'avvicinamento delle normative nazionali (*ex art. 114 TFEU*) al fine di proteggere gli utenti delle stesse e quindi aumentando la fiducia.

Nel suo "*Inception impact assessment*", preliminare rispetto all'adozione di una "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*", la Commissione identifica le quattro opzioni alternative: una prima strada consisterebbe nel continuare a condurre studi e favorire così la circolazione di *best practices*, senza quindi cambiamenti rispetto allo *status quo*. Una seconda strada, costituente un passo avanti rispetto alla situazione attuale ma sempre esempio di un approccio minimo, sarebbe rappresentato da forme di *self-regulation* "incentivata" dalla Commissione: quest'ultima fisserebbe dei requisiti minimi sulla base dello studio dei regimi nazionali esistenti e delle *best practice*, cui gli operatori sceglierebbero di adeguarsi volontariamente, spinti dall'obiettivo di assicurare gli utenti. È evidente tuttavia come queste soluzioni di "minima" non siano in grado di superare gli ostacoli esistenti allo svolgimento di attività *cross-border* né di assoggettare ad un regime assimilabile le piattaforme europee.

La terza via identificata dalla Commissione come possibile consiste invece nel ricondurre il *crowdfunding* all'interno delle discipline

⁵¹ Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Staff Working Document*, cit., p. 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».

⁵² Per un'analisi approfondita delle differenze esistenti tra i diversi paesi nella regolazione dell'*investment-based crowdfunding*, così come delle difficoltà in materia di conflitto di leggi, cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, cit. e FERRARINI e MACCHIAVELLO, *Investment-based*, cit.

europee esistenti, inserendo specifiche disposizioni con riferimento allo stesso e così creando, nell'idea della Commissione, una licenza specifica per il *crowdfunding* per operare *cross-border* pur applicando le normative già esistenti e calibrando requisiti di *governance* e trasparenza «*in a proportionate way ensuring investor protection and sector integrity* [...]». Le discipline che vengono menzionate come possibili normative “modello” a tal fine sono (sembrerebbe rispettivamente riferite al *lending-based crowdfunding* e all'*investment-based crowdfunding* ma non necessariamente) quella degli istituti di pagamento e quella dei mercati regolamentati. L'ESMA aveva invece escluso l'applicabilità alle piattaforme di *investment-based crowdfunding* della normativa in materia di mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione, dal momento che questi ultimi, in quanto sistemi multilaterali, riguarderebbero solo il mercato secondario e necessiterebbero della presenza non solo di molteplici acquirenti ma anche di molteplici venditori dello stesso strumento finanziario, mentre nelle piattaforme di *investment-based crowdfunding* vi sono tendenzialmente solo plurimi compratori per un unico venditore/emittente (mercato primario)⁵³. Peraltro, la disciplina in materia di mercati potrebbe portare ad incentrare la regolazione dell'*investment-based crowdfunding* sugli obblighi a carico dei partecipanti (fra i quali gli emittenti specialmente per le informazioni che li riguardano e gli investitori professionali per le loro decisioni di sottoscrizione) con un ruolo neutrale e di mero arbitro delle piattaforme: ciò, oltre che non rappresentare un modello seguito in altri paesi con riferimento al *crowdfunding*, non necessariamente sarebbe in grado di rispondere ai rischi e caratteristiche del settore e dovrebbe quindi forse essere integrata da obblighi di condotta ed informativi anche a carico delle piattaforme in questione (altrimenti non previsti – salvo quelli di trasparenza delle negoziazioni e di

⁵³ ESMA, *Opinion on Investment-based crowdfunding*, (18 dicembre 2014), p. 18, http://www.esma.europa.eu/system/files/2014-1378_opinion_on_investment-based_crowdfunding.pdf: «To date, most crowdfunding platforms are operating in primary markets only. As such there is typically only one seller per financial instrument, though there may be multiple buyers. A characteristic of MTFs is that they bring together multiple buyers and sellers of a financial instrument. ESMA therefore concludes that in general crowdfunding platforms are not operating MTFs».

vigilanza sulla *compliance* alle regole da parte dei partecipanti - sul presupposto che i mercati rappresentano sistemi non discrezionali e con soli investitori avveduti come partecipanti), anche tenendo conto del fatto che l'accesso non sarebbe limitato ai soli intermediari autorizzati ma aperto al pubblico *retail*.

A questa strada viene assimilata ed equiparata l'opzione di introdurre una normativa europea *ad hoc* che armonizzi la regolazione del *crowdfunding* in Europa pur riprendendo elementi già esistenti nelle discipline esistenti. Tuttavia, le due opzioni "assimilate" appaiono ben diverse: modificare diverse normative europee per adattarle al *crowdfunding* permetterebbe sì di superare gli ostacoli giuridici rappresentati dalle normative nazionali ed europee (apparendo forse anche più rispettosa di un *level-playing field* con il settore finanziario tradizionale) ma agirebbe inevitabilmente in maniera disorganica col il rischio di sovrapposizioni, lacune e mancanza di chiarezza (al contrario di una disciplina *ad hoc* che eventualmente riprenda altre normative esistenti).

Infine, la quarta strada consisterebbe nel creare un regime europeo, basato sulla normativa europea esistente ma proporzionato al settore, al quale le piattaforme deciderebbero di aderire (*opt-in*) per condurre la loro attività di *crowdfunding* in regime di mutuo riconoscimento negli altri Stati membri. Le piattaforme che intendessero invece operare solo a livello nazionale, potrebbero restare soggette ai regimi previsti dai singoli paesi membri.

Quali effetti comporterebbe un'iniziativa legislativa a livello europeo per la disciplina italiana sopra descritta e per i gestori delle piattaforme? Ovviamente la risposta dipende dalla strada, tra quelle alternative sopra esposte, che la Commissione sceglierà effettivamente di seguire e dalle norme che concretamente verranno adottate. Nel caso delle prime due ipotesi, è presumibile aspettarsi una sopravvivenza della normativa italiana, eventualmente con qualche adattamento per adeguarsi ai requisiti minimi identificati dalla Commissione qualora questi non siano già ricompresi nella stessa.

La terza e quarta via, invece, decreterebbero probabilmente la fine della già travagliata vita della normativa italiana in materia di *equity-crowdfunding*: l'adattamento della disciplina sui mercati regolamentati o una disciplina *ad hoc* che usi comunque questa come modello presenterebbe probabilmente tratti differenti rispetto a quella italiana

impostata sul servizio di ricezione e trasmissione di ordini. Ad ogni modo, la predilezione per il passaporto europeo (in caso di modello *opt-in*) o comunque gli effetti concreti per le piattaforme italiane dipenderebbe anche dalla misura degli adattamenti che la Commissione riterrà di apportare ma il fatto che una normativa europea non debba muoversi nelle strette maglie concesse dall'art. 3(2) MiFID II può far presumere una miglior capacità di parametrare i requisiti ai rischi e caratteristiche del settore, sempre che non prevalga anche in questo caso la tendenza all'*over-regulation* degli ultimi anni. Ad ogni modo, l'eventuale scelta, manifestata dalla Commissione, di prediligere come modello di regolazione quello in materia di mercati sembra sposare una logica della "disintermediazione", implicando solo generali obblighi informativi ed organizzativi a carico delle piattaforme (potenziati con la MiFID II) ma poi lasciando la responsabilità della *disclosure* specifica e delle scelte di investimento sui partecipanti al mercato (e quindi, ad esempio, sulle valutazioni degli investitori professionali, come sembra di fatto avvenire in Italia), anche se misure aggiuntive dovrebbero essere previste per tutelare meglio gli investitori *retail* partecipanti.