



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

CORSO DI DOTTORATO IN DIRITTO PRIVATO, COMPARATO, PROCESSUALE CIVILE E
DELL'IMPRESA

Curriculum di Diritto privato - Ciclo XXXVIII

TESI DI DOTTORATO DI RICERCA

IL CROWDFUNDING: REGOLAMENTAZIONE EUROPEA E TUTELA DEL CONSUMATORE-INVESTITORE

GIUR-01/A

Tesi di dottorato di:
Lorenzo Cardani

Matr. R13984
ORCID n. 0009-0008-8821-5298

Tutor:
Chiar.ma Prof.ssa Chiara Tenella Sillani

Coordinatore del dottorato:
Chiar.mo Prof. Giuseppe Ludovico

A.A. 2024/2025

INDICE

CAPITOLO 1

IL FENOMENO DEL *CROWDFUNDING*

1.1	Definizione e cenni storici	1
1.1.1	I portali autorizzati.....	6
1.1.2	Il ruolo dell'imprenditore	7
1.2	<i>Financial - non financial crowdfunding</i> e le diverse tipologie.....	8
1.3	Il quadro normativo in Italia e nell'Unione europea	21
1.3.1	Le fonti normative in materia: evoluzione storica in Italia.....	21
1.3.1.1	Il "Decreto crescita 2.0"	23
1.3.1.2	Il Decreto Lavoro (d.l. 76/2013) e Decreto <i>Investment Compact</i> (d.l.3/2015).....	30
1.3.1.3	Il regolamento Consob.....	32
1.3.2	Uniformazione delle fonti: quadro normativo europeo	35
1.3.2.1	Storia normativa e criticità.....	37
1.3.2.2	Direttiva (UE) 2024/790 relativa ai mercati degli strumenti finanziari..	42
1.3.2.3	Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di <i>crowdfunding</i> per le imprese.....	43
1.4	Intervento e ruolo delle autorità coinvolte.....	46
1.4.1	Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF).....	47
1.4.1.1	ESRB, EBA, EIOPA, ESMA e autorità di vigilanza nazionali	49
1.4.2	Banca d'Italia e Consob.....	54
1.5	Cenni comparatistici	57
1.5.1	Sviluppo del fenomeno nell'ordinamento giuridico cinese	58
1.5.1.1	La normativa attuale cinese e le autorità di vigilanza.....	59
1.5.2	Sviluppo del fenomeno nell'ordinamento giuridico statunitense	60
1.5.2.1	Il <i>JOBS Act</i> e il ruolo della <i>Securities and Exchange Commission</i>	61
1.5.2.2	Confronto con l'ordinamento italiano	63

CAPITOLO 2

ANALISI DEL REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 (ECSP)

2.1 Il Regolamento <i>European Crowdfunding Service Providers</i>	65
2.1.1 Percorso e contesto storico del sistema di regolazione UE	67
2.1.2 Entrata in vigore	71
2.2 Obiettivi, finalità del regolamento e ambito di applicazione.....	73
2.3 Diritti e doveri degli attori	78
2.3.1 Il fornitore di servizi di <i>crowdfunding</i>	81
2.3.1.1 Gestione efficace e prudente.....	86
2.3.1.2 Obblighi di adeguata verifica e gestione individuale di portafogli di prestiti	89
2.3.1.3 Autorizzazione e vigilanza dei fornitori di servizi di <i>crowdfunding</i>	95
2.3.1.4 Piano di continuità operativa	99
2.3.2 Tutela dell'investitore	100
2.3.2.1 Informazioni ai clienti e simulazione della capacità di sostenere perdite	103
2.3.2.2 Periodo di riflessione precontrattuale	108
2.3.2.3 Scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento.....	110
2.3.3 Il titolare del progetto	113
2.4 Osservazioni critiche circa il Regolamento	115
2.4.1 Le soluzioni alle problematiche sollevate dal <i>crowdfunding</i>	120
2.4.2 Responsabilità civile e lacune del regolamento	124

CAPITOLO 3

LA TUTELA DEL CONSUMATORE-INVESTITORE ALLA LUCE DEL REGOLAMENTO ECSP E DELLE RECENTI DISPOSIZIONI

3.1 La tutela dell'utente secondo l'ordinamento	127
3.2 Il rapporto tra investitore e consumatore	131
3.3 Attuazione e tutele previste dal Regolamento ECSP.....	133
3.3.1 Attuazione in Italia: Consob e Banca d'Italia.....	135
3.3.2 Attuazione in Europa	138
3.3.3 Adeguamento delle piattaforme digitali alla nuova disciplina	141
3.3.4 La tutela del Regolamento ECSP per i soggetti più deboli sul mercato	142

3.3.4.1 Tutela dell'investitore nel <i>marketplace lending</i>	146
3.3.4.2 Clausole vessatorie ex art.33 Cod. cons.....	150
3.3.4.3 Interventi dell'ABF nella risoluzione delle controversie.....	152
3.3.5 Giudizi e valutazioni degli <i>stakeholder</i> sul Regolamento	154
3.3.5.1 Interviste agli investitori sofisticati	154
3.3.5.2 Considerazioni degli investitori <i>retail</i>	157
3.3.5.3 <i>Survey</i> sui gestori di portali	158
3.3.6 Il caso della piattaforma digitale " <i>Recrowd</i> "	161
3.4 La Direttiva <i>Omnibus</i> : nuove tutele per il consumatore	162
3.4.1 Obiettivi della Direttiva	163
3.4.2 Modifiche introdotte al D.lgs. 6 settembre 2005 n. 206	166
3.5 Critica alla tutela apprestata dalla piattaforma	169
3.5.1 Quando un soggetto si può dire informato?.....	172
3.5.1.1 Tutela dell'affidamento	175
3.5.2 Prospettive per il futuro	176
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	179
BIBLIOGRAFIA	181

CAPITOLO 1

IL FENOMENO DEL *CROWDFUNDING*

1.1 Definizione e cenni storici. – 1.1.1 I portali autorizzati. – 1.1.2 Il ruolo dell'imprenditore. – 1.2 *Financial - non financial* e le diverse tipologie di *crowdfunding*. – 1.3 Il quadro normativo in Italia e nell'Unione europea. – 1.3.1 Le fonti normative in materia: evoluzione storica in Italia. – 1.3.1.1 Il “Decreto crescita 2.0”. – 1.3.1.1.1 Articolo 50-*quinquies* e 100-*ter* TUF. – 1.3.1.2 Il Decreto Lavoro (d.l. 76/2013) e Decreto *Investment Compact* (d.l. 3/2015). – 1.3.1.3 Il regolamento Consob. – 1.3.2 Uniformazione delle fonti: quadro normativo europeo. – 1.3.2.1 Storia normativa e criticità. – 1.3.2.2 Direttiva (UE) 2024/790 relativa ai mercati degli strumenti finanziari. – 1.3.2.3 Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese. – 1.4 Intervento e ruolo delle autorità coinvolte. – 1.4.1 Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF). – 1.4.1.1 ESRB, EBA, EIOPA, ESMA e autorità di vigilanza nazionali. – 1.4.2 Banca d'Italia e Consob. – 1.5 Cenni comparatistici. – 1.5.1 Sviluppo del fenomeno nell'ordinamento giuridico cinese. – 1.5.1.1 La normativa attuale e le autorità di vigilanza. – 1.5.2 Sviluppo del fenomeno nell'ordinamento giuridico statunitense. – 1.5.2.1 Il *JOBS Act* e il ruolo della *Securities and Exchange Commission*. – 1.5.2.2 Confronto con l'ordinamento italiano.

1.1 Definizione e cenni storici

Il *crowdfunding* rappresenta una modalità innovativa di raccolta di capitali che consente a soggetti privati, investitori professionali e istituzionali di aderire, tramite l'utilizzo di piattaforme *online* dedicate, a iniziative finalizzate al finanziamento di specifici progetti. “*Crowdfunding*”, dall'inglese “*crowd*” (folla) e “*funding*” (finanziamento), è dunque un finanziamento collettivo in cui una molteplicità di persone conferiscono somme di denaro per finanziare un progetto, utilizzando siti internet e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa¹.

¹ Considerando 1, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503, “*Crowdfunding represents an increasingly important type of intermediation where a crowdfunding service provider, without taking on own risk, operates a digital platform open to the public in order to match or facilitate the matching of prospective investors or lenders with businesses that seek funding*”.

La Commissione europea lo definisce come “*an open call via the Internet for the provision of funds by the public at large to support specific initiatives by typically small fundraisers. The investors/lenders can provide the means as a pure donation (intangible reward) or in exchange for some form of reward in order to compensate for the financial risk taken (tangible reward)*”².

In linea di principio, il portale ha il compito di agevolare l’incontro tra domanda e offerta di risorse in via immediata e pervasiva, con riduzione dei costi rispetto ad altre modalità di sollecitazione³.

Gli elementi chiave che determinano la struttura portante del *crowdfunding* sono di natura triplice: lo sforzo collettivo di una moltitudine di individui; i contributi finanziari (di importo differenziato) versati da ciascuno di essi per partecipare attivamente alla raccolta; internet, vero e proprio habitat dove prendono corpo sia le interazioni tra la massa di partecipanti che il trasferimento di risorse⁴.

Si tratta di uno strumento alternativo per il reperimento di fonti finanziarie, un modello di raccolta che si affianca ai canali di finanziamento tradizionali e che viene visto come la risposta naturale alla stretta creditizia determinata dalla recessione globale⁵.

Dal punto di vista normativo, il fenomeno del *crowdfunding* è stato regolamentato in modo completo e omogeneo a livello europeo solo nel 2020 con il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (*European Crowdfunding Service Providers*, di seguito Regolamento ECSP)⁶, che ha permesso di andare oltre alla frammentazione delle norme nazionali introdotte negli

² COMMISSIONE EUROPEA, “*Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments*”, 2018, p. 7. “Un invito aperto tramite internet alla raccolta di fondi da parte del grande pubblico a sostegno di iniziative specifiche promosse da piccoli raccoglitori di fondi. Gli investitori/finanziatori possono fornire i mezzi sotto forma di donazione pura (ricompensa immateriale) o in cambio di una qualche forma di ricompensa a compensazione del rischio finanziario assunto (ricompensa materiale)” (tdr).

³ N. CIOCCA, “*Il finanziamento. I portali per il Crowdfunding*”, in M. CIAN, C. SANDEI, “*Diritto del FinTech*”, CEDAM, 2020, pp. 243-276.

⁴ L. GIBILARO, “*Profili di regolamentazione*”, in U. FILOTTO (a cura di), “*Peer to peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*”, Bancaria Editrice, Roma, 2016, p. 4.

⁵ R. HARRISON, “*Crowdfunding and the Revitalisation of The Early Stage Risk Capital Market: Catalyst or Chimera?*”, in *Venture Capital: An international Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 15, n. 4, 2013.

⁶ Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

anni precedenti, come si vedrà nel §2.1, dai diversi Paesi dell'UE per regolamentare il fenomeno. Entrato in applicazione il 10 novembre 2021, il Regolamento ha disposto un periodo transitorio di un anno, inizialmente fissato al 10 novembre 2022, e poi prorogato fino al 10 novembre 2023, così da consentire ai soggetti operanti in base alla normativa nazionale di proseguire a operare sulla base della normativa già in vigore e, al contempo, di avere il tempo per adeguarsi alle nuove disposizioni.

Il termine *crowdfunding* viene utilizzato per la prima volta nel 2006 da Michail Sullivan con il lancio della piattaforma *Fundavlog*, una sorta di incubatore per progetti legati al *videoblog*, grazie al quale si potevano effettuare donazioni *online*. Il termine si diffuse poi a partire dal 2009, con l'avvento della piattaforma *Kickstarter*, i cui progetti possono essere finanziati da chiunque, in qualsiasi parte del mondo.

Tuttavia, gli storici fanno risalire la nascita del fenomeno molti anni prima, andando ad attribuire il merito di essere stata la prima forma di *crowdfunding*, alla raccolta fondi per la Statua della Libertà⁷; infatti nel 1884, data la mancanza di fondi per portare a termine la costruzione del piedistallo, l'editore Joseph Pulitzer invitò i cittadini di New York a donare i soldi mancanti tramite il suo giornale "New York World". Pulitzer, in meno di un anno, raccolse 100.000 dollari con la partecipazione di 125.000 donatori, coinvolse migliaia di americani stimolando il loro senso di appartenenza alla città e promettendo una specifica ricompensa simbolica: la menzione dei loro nomi sul giornale.

In seguito all'avvento di internet nacquero le prime raccolte fondi *online*, prima fra tutte la campagna promossa dalla *band* anglosassone *Marillion* nel 1997, che si rivolse ai suoi *fans* per la raccolta fondi utili per dare avvio al proprio tour musicale. La campagna *Marillion* fu la prima delle numerose campagne promosse in quegli anni ed il merito è riconducibile alla nascita di piattaforme rilevanti, tra le quali *Kiva*, *LendingClub* e *Kickstarter*, le quali, operando in diversi Paesi del mondo, consentirono una rapida diffusione del fenomeno.

Una svolta sostanziale venne segnata dall'avvento dei *Social Network*, che semplificarono ulteriormente la comunicazione tra utenti e aumentarono soprattutto la visibilità dei progetti, rendendoli in poco tempo virali.

⁷ U. PIATTELLI, "Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?", G. Giappichelli Editore, 2013, pp. 4 ss.

Un ulteriore episodio che portò alla ribalta il *crowdfunding* fu la decisione dell'allora candidato alle presidenziali americane Barack Obama, che nel 2008 optò perché parte della sua campagna elettorale fosse finanziata tramite una raccolta fondi *online*.

In particolare, è possibile individuare quattro fattori che hanno specialmente contribuito al successo e alla crescita del *crowdfunding*. Primo fra tutti i fattori ad influire sull'ascesa del *crowdfunding* è stata la crisi del 2008, che ha causato il *credit crunch*, diminuendo, per numerosi soggetti, soprattutto quelli di dimensioni minori, le possibilità di ricevere un finanziamento di numerosi soggetti.

Il secondo fattore decisivo per tale sviluppo è la cosiddetta *Long Tail*⁸ (coda lunga), fenomeno per il quale i consumatori tendono ad apprezzare maggiormente quanto più si addice loro e, notando una maggiore offerta, passano dalle tendenze omologate a infinite nicchie offerte dal *web*.

Come già accennato, il terzo fattore, del quale il *crowdfunding* ha ampiamente beneficiato, è lo sviluppo di internet e dei *Social Network*: è stato infatti dimostrato che esiste una diretta proporzionalità tra la propria fama sui *Social* e la probabilità di avere successo in un progetto di *crowdfunding*⁹.

Infine, un fattore essenziale per il successo del *crowdfunding* è costituito dal meccanismo dei *feedback* su internet, che è diventato una discriminante importante per la determinazione della validità ed affidabilità di quello che si trova *online*, basti pensare al successo di piattaforme come *TripAdvisor* e *Booking*, che fanno delle recensioni un aspetto fondamentale del proprio *business*. I *feedback*, infatti, sono sinonimo di maggiore trasparenza, in quanto consentono a tutti gli utenti di essere al corrente dei diversi pareri su un determinato prodotto o servizio.

Attualmente il *crowdfunding* sta vivendo un momento di difficoltà nel mercato sia nazionale sia mondiale degli investimenti finanziari veicolati attraverso le piattaforme di *crowdfunding*. Come si porrà in luce nei paragrafi seguenti, è possibile osservare che, per quasi tutti i comparti, il flusso di raccolta nell'intero anno 2024 e nel primo semestre 2025 segna un significativo arretramento nel valore della raccolta, senza che si intraveda un possibile recupero nel secondo semestre del 2025. È interessante, oltre che doveroso, fermare l'attenzione su quali possano essere i motivi dell'andamento

⁸ A. ELBERSE, "Should you invest in the Long Tail", *Harvard Business Review*, 2008.

⁹ E. MOLLICK, "The dynamics of crowdfunding: An exploratory study", in *Journal of Business Venturing*, n. 29, 2014.

non favorevole verificatosi in questi ultimi due anni. In primo luogo, il nuovo Regolamento ECSP (*European crowdfunding service providers*) ha comportato una riduzione del numero di piattaforme autorizzate sul mercato e un rallentamento forzato per diversi mesi per alcuni *players*. In secondo luogo, l'aumento, rispetto al periodo antecedente al 2022, dei tassi di interesse e, infine, l'incertezza sui mercati mondiali ha indotto i risparmiatori a prediligere *asset class* molto liquide e meno rischiose. Tuttavia, nel prosieguo dell'elaborato si vedrà come i motivi non siano riducibili esclusivamente a quelli appena sinteticamente presentati.

Per quanto riguarda la raccolta complessiva dei servizi di *crowdfunding* per le imprese in Italia, dalla nascita del fenomeno fino al 30 giugno 2025, la cifra, per quanto riguarda l'*Equity crowdfunding* (sia progetti "immobiliari" che "non immobiliari"), è pari a €792,93 milioni, e a €646,70 milioni per il *Lending crowdfunding* (sia progetti "immobiliari" che "non immobiliari"); per un totale di €1.439,63 milioni investiti, a cui si sommano €127,67 milioni di collocamento di *minibond*¹⁰.

Seppur i milioni investiti abbiano di netto superato il miliardo, per il terzo anno consecutivo si registra una contrazione nella raccolta complessiva. Difatti, nel periodo di riferimento (1 luglio 2024 – 30 giugno 2025), l'ammontare totale dei capitali raccolti si è attestato a €260,65 milioni, rispetto ai €302,35 milioni dell'esercizio precedente, riportando una flessione pari al -14%.

Il 29 giugno 2021 il *Cambridge Centre for Alternative Finance* (CCAF) ha pubblicato una dettagliata ricerca sulla finanza alternativa e il *crowdfunding*, dal titolo "*The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*". Da questo elaborato si può rilevare che l'Italia ha assunto una posizione considerevole nel mercato globale, disponendosi al quarto posto al mondo per raccolta di capitali tramite finanza alternativa ed al secondo posto in Europa nella raccolta del capitale di debito tramite piattaforme di finanza alternativa¹¹. Questo dato riveste un'importanza significativa che merita particolare considerazione dal momento che, nonostante il calo degli investimenti, sopra riportato, l'Italia continua a distinguersi come uno dei Paesi *leader* nella raccolta *online*. Secondo i dati pubblicati dall'ESMA¹², si colloca infatti al

¹⁰ POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, "*10° report italiano sul crowdfunding*", in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025.

¹¹ CAMBRIDGE CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE (CCAF), "*The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*", *University of Cambridge, Judge Business School*, giugno 2021.

¹² *European Securities and Markets Authority*.

secondo posto in Europa con 42 piattaforme autorizzate a fornire servizi di *crowdfunding* per le imprese nei diversi Stati membri dell'Unione europea.

1.1.1 I portali autorizzati

Il regolamento ECSP¹³, come si vedrà nei prossimi paragrafi, costituisce il principale quadro normativo di riferimento per tutti gli operatori del settore. In Italia i portali autorizzati ad operare sono passati dai 33 del 2024 ai 42 nel 2025; tuttavia, è doveroso evidenziare che diversi operatori in precedenza attivi hanno rinunciato a presentare istanza di autorizzazione, in considerazione degli adempimenti ulteriormente stringenti previsti dalla nuova disciplina. Come riportato dal presidente del Comitato Scientifico di *AssoFintech*¹⁴, “il potenziale del *crowdfunding* è ancora in larga parte inespresso: le difficoltà congiunturali del 2024 determineranno un importante *turnaround* sui modelli organizzativi e di *business* degli operatori, oltre a una significativa ridefinizione degli equilibri”¹⁵.

Tra le piattaforme autorizzate si distinguono 22 portali che hanno ottenuto il titolo abilitativo per il collocamento di strumenti finanziari, 14 che sono autorizzate all'attività di collocamento di prestiti diretti e 6 che hanno conseguito l'abilitazione per entrambe le tipologie di operatività. Come riportato nel paragrafo precedente, nel contesto europeo l'Italia si colloca al secondo posto per numero di portali autorizzati, preceduta solo dalla Francia, che annovera tra i registri 61 piattaforme autorizzate. Complessivamente nell'Unione europea si registrano 237 autorizzazioni, sebbene quattro di queste risultino al momento inattive.

Uno degli obiettivi cardine del Regolamento ECSP consiste nel favorire e incentivare la creazione di un mercato unico europeo del *crowdfunding*, superando le frammentazioni determinate dalle discipline nazionali. A tal proposito si sottolinea che, al momento, 39 piattaforme di altri Stati membri hanno notificato l'intenzione di operare anche in Italia; nondimeno, quelle che svolgono attività con continuità sul territorio italiano risultano, allo stato attuale, in numero assai esiguo. In ultimo, si

¹³ Regolamento (UE) n. 2020/1503.

¹⁴ Avv. Alessandro Lerro, membro dell'*Annual Worldwide Council Of Global Crowdfunding Leaders*, Presidente dell'Associazione Italiana *Equity Crowdfunding*, Presidente del Comitato Scientifico di *AssoFintech*.

¹⁵ POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “10° report italiano sul *crowdinvesting*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025, p. 15.

segnala che quattro piattaforme italiane (*Doorway*, *Ener2Crowd*, *Tifosy* e *Walliance*) hanno presentato istanza per estendere la propria operatività oltre i confini nazionali. Ad oggi, soltanto *Ener2Crowd* e *Walliance* hanno intrapreso questo percorso: la prima ha dato il via ad un'attività in Spagna, mentre la seconda ha prediletto il territorio francese, ove ha acquisito la piattaforma *Lymo Finance*¹⁶.

1.1.2 Il ruolo dell'imprenditore

L'emergere del *crowdfunding* ha consentito la nascita di una fonte di finanziamento che consente agli imprenditori di rinunciare ai finanziatori "tradizionali" per rivolgersi invece a una *crowd*, geograficamente dispersa, di consumatori, finanziatori e piccoli investitori. L'emergere e lo svilupparsi di tale fenomeno ha attirato l'attenzione dei ricercatori al fine di comprenderne la portata e le caratteristiche, esaminando in particolar modo gli antecedenti del successo delle campagne¹⁷, la distribuzione geografica delle risorse¹⁸ e le interazioni tra finanziatori e fondatori delle campagne¹⁹.

A tal proposito, un recente studio ha evidenziato, attraverso un'indagine qualitativa, come gli imprenditori che si prodigano in campagne di *crowdfunding* siano guidati da tre distinti obiettivi: convalidare un'idea imprenditoriale, raccogliere capitali e accrescere la visibilità del marchio²⁰. Secondo tale studio, è doveroso accertare le motivazioni che conducono al *crowdfunding* poiché una diffusa tendenza in letteratura sostiene che gli imprenditori ricorrano a tale istituto solamente in "ultima istanza", in quanto non idonei a ricevere finanziamenti a causa o della loro distanza geografica o perché i loro obiettivi non si allineano con gli interessi degli investitori. Inoltre, è opinione alquanto diffusa che i singoli imprenditori che si impegnano nel *crowdinvesting* lo facciano con il primario obiettivo di raccogliere capitali e che, nel

¹⁶ POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, "10° report italiano sul *crowdinvesting*", in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025, p. 16.

¹⁷ E. MOLLIK, "The dynamics of crowdfunding: an exploratory study", in *Journal of Business Venturing*, n. 29, 2014, pp. 1–16.

¹⁸ C. GALLEMORE, K.R. NIELSEN, K. JESPERSEN. "The uneven geography of crowdfunding success: spatial capital on Indiegogo" in *Economy and Space*, n. 51 (6), 2019, pp. 1389–1406.

¹⁹ A. BREM, V. BILGRAM, A. MARCHUK, "How crowdfunding platforms change the nature of user innovation – from problem solving to entrepreneurship", in *Technological Forecasting and Social Change*, n. 144, 2019, pp. 348–360.

²⁰ L. B. JUNGE, I. C. LAURSEN, K. R. NIELSEN, "Choosing crowdfunding: Why do entrepreneurs choose to engage in crowdfunding?", in *Technovation*, n. 111, 2022.

farlo, seguano una traiettoria lineare che va dal *crowdfunding* strutturato sulle ricompense (*reward-based*) a quello basato sui prestiti (*lending-based*) e, in ultimo, a quello basato sulle azioni (*equity-based*). Al contrario, l'analisi sopra citata, effettuata intervistando decine di imprenditori, rileva che gli obiettivi principali dell'utilizzo di tale mezzo, come sopra riportato, siano: a) raccogliere capitali, b) valutare un'idea imprenditoriale, c) creare consapevolezza del marchio. Pertanto si conclude che questi obiettivi costituiscono per gli imprenditori una motivazione immediata che porta ad impegnarsi in un progetto di raccolta fondi. Contrariamente all'immaginario della traiettoria lineare percorsa che l'imprenditore percorrerebbe, si può affermare che il ricorso al *crowdfunding* non sia dovuto alla mancanza di risorse e di alternative, ma viene individuato in quanto strumento valido e idoneo a sviluppare, commercializzare e convalidare le idee imprenditoriali²¹.

1.2 *Financial - non financial crowdfunding* e le diverse tipologie

Il *crowdfunding*, in sé considerato, non ha nulla di rivoluzionario, non presenta caratteri intrinsecamente innovativi, potendosi anzi, per certi aspetti, ricondurre alla tradizionale figura della colletta pubblica; il reale fattore che ha determinato una profonda trasformazione nelle dinamiche di raccolta e allocazione delle risorse finanziarie è stato l'avvento di internet, che ha consentito sia di ridurre drasticamente i costi di diffusione delle informazioni sia di creare un coinvolgimento collettivo dei finanziatori. Questo coinvolgimento dei finanziatori è stimolato dall'impegno dei proponenti nel condurre le proprie campagne attraverso una comunicazione efficace, trasparente e chiara circa il progetto così da indurre l'utente, interessato e stimolato dalla presentazione fattene, a finanziare il progetto stesso.

Le diverse tipologie di raccolta, e di conseguenza le piattaforme virtuali preposte a tale scopo, differiscono in funzione della previsione o meno di un ritorno che il singolo utente può attendersi, nel momento in cui decide di finanziare una determinata iniziativa. A tal fine, si distingue tra *non financial crowdfunding* e *financial crowdfunding*²².

²¹ L. B. JUNGE, I. C. LAURSEN, K. R. NIELSEN, "Choosing crowdfunding: Why do entrepreneurs choose to engage in crowdfunding?", in *Technovation*, n. 111, 2022.

²² F. QUERCI, "Il crowdfunding e l'innovazione nel finanziamento delle aziende", in *Rivista Bancaria*, n. 10, 2014.

Nell'ambito del *non financial crowdfunding* rientrano i modelli *donation-based* e *reward-based*; mentre il *financial crowdfunding* comprende i modelli *equity-based* e *lending-based*.

Oltre a questi quattro modelli esistono numerose classificazioni dovute al continuo sviluppo e alla nascita di nuovi portali; tuttavia, le tipologie che si analizzeranno di seguito sembrano essere, come sostenuto da parte della dottrina, tradizionalmente le più diffuse²³.

I. Il modello *donation-based*

La prima forma di *crowdfunding*, da cui probabilmente trae origine il fenomeno²⁴, è quella *donation-based*; modello in cui i partecipanti contribuiscono ad un progetto finanziandolo, ma senza ricevere alcun ritorno economico diretto. Si tratta, a tutti gli effetti, di un'autentica donazione, le cui principali motivazioni sono di carattere benefico, sociale, filantropico e solidaristico; basti pensare alle numerose campagne promosse durante la pandemia SARS-CoV-2 a sostegno dei Paesi e dei soggetti più fragili. Il fattore che induce l'aderente a finanziare un progetto in tale contesto non risiede, pertanto, nella prospettiva di un utile, bensì nell'adesione ideale e personale alla causa sostenuta, ritenuta meritevole di supporto.

Nella maggior parte dei casi, questo modello di raccolta, non richiede un tetto minimo di denaro raccolto perché si possa dare avvio al progetto, bensì la somma raccolta viene trasferita interamente all'ideatore del progetto, qualunque essa sia; questa versione viene chiamata "*Keep-it-All*" (KIA)²⁵.

Per quanto attiene alla normativa del *donation-based crowdfunding*, è opportuno fare riferimento alla disciplina delle donazioni, trattata all'interno del Titolo V del libro secondo del Codice Civile. In particolare, l'art. 769 c.c. qualifica la donazione come un contratto che, per spirito di liberalità, determina un arricchimento in capo a una

²³ D. CASTRATARO, T. WRIGHT, "*Crowdfunding-Come finanziarsi online. Introduzione al finanziamento collaborativo online*", GreenBooks Editore, Roma, 2014.

²⁴ U. PIATTELLI, "*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata?*", G. Giappichelli Editore, 2013, pp. 11 ss.

²⁵ D.J. CUMMING, G. LEBOEUF, A. SCHWIENBACHER, "*Crowdfunding Models: Keep-it-All vs. All or Nothing*", 2015.

parte, la quale beneficia della disposizione di un diritto o dell'assunzione di un'obbligazione da parte dell'altra²⁶.

Proprio in virtù di tale carattere di liberalità e gratuità, non sorprende che i soggetti che più ricorrono alla forma del *donation-based* siano le organizzazioni *no-profit*.

Inoltre, i finanziatori che effettuano donazioni verso organismi costituiti in forma di Onlus (organizzazioni non lucrative di utilità sociale), possono beneficiare di alcuni sgravi fiscali e questo costituisce chiaramente un ulteriore incentivo per ricorrervi.

Un'ulteriore peculiarità di questo modello è rappresentata dalla sua esclusione dall'ambito di applicazione dell'imposta sul valore aggiunto (IVA): come dettato nelle linee guida della *Value Added Tax Committee* della Commissione Europea: "*A freely given donation for which no benefit is given in return falls outside the scope of VAT*"²⁷. Infatti, i soggetti erogatori devolvono altruisticamente le proprie risorse per una causa ritenuta meritevole, non ricevendo indietro alcuna ricompensa o, al massimo, un riconoscimento simbolico, spesso intangibile.

Attualmente in Italia sono presenti diversi portali di *donation-based crowdfunding*, tra cui: *AssitecaCrowd*, *Donor*, *Donordonee*, *Eticarim*, *Fidalo*, *Let'sDonation* per progetti generici in ambito sociale; *Innamorati della cultura*, *ScuolaPay*, *Universitiamo* per progetti legati alla cultura e all'educazione. Tra le tante iniziative promosse si segnala specialmente il progressivo aumento di azioni relative all'ambito culturale. A titolo esemplificativo si riportano due bandi attivati nel corso del 2024: (i) il progetto "riGenerazione Futuro", promosso dall'associazione *Civita* che ha previsto il cofinanziamento, tramite l'intermediario *Produzioni dal Basso*, di quattro progetti turistico-culturali nei territori siculi e calabresi; (ii) l'iniziativa sostenuta da *BPER Banca* volta a sostenere attività culturali rivolte ai giovani in ambito creativo ed educativo.

²⁶ Si cita l'art. 769 del Codice Civile: "la donazione è il contratto col quale, per spirito di liberalità, una parte arricchisce l'altra, disponendo a favore di questa di un suo diritto o assumendo verso la stessa una obbligazione".

²⁷ EUROPEAN COMMISSION - VALUE ADDED TAX COMMITTEE, "*VAT Treatment of Crowdfunding, Working Paper No. 836*", 2015, "Una donazione libera per la quale non viene offerto alcun beneficio in cambio non rientra nell'ambito di applicazione dell'IVA" (tdr).

II. Il modello *reward-based*

Il *reward-based crowdfunding* si configura quale sistema di raccolta di capitale in cui i *backers*, comunemente detti sostenitori, ricevono una ricompensa, sulla base dell'importo che si è investito in quella specifica campagna e che, in genere, coincide con un prodotto o un servizio. Il prodotto o il servizio verrà messo in produzione o in atto con il raggiungimento del *target* di capitale prefissato dal soggetto giuridico richiedente, ossia colui che indice la raccolta fondi²⁸.

Dal punto di vista tipologico, in considerazione della natura della ricompensa, è possibile ripartire il modello in tre categorie: quella che nel nostro ordinamento corrisponde alla donazione modale, la pre-vendita e il *profit sharing* o *royalty based*. La prima ipotesi prevede che la raccolta fondi si realizzi a titolo di donazione e che la stessa possa essere gravata da un onere (il *reward*), che si realizza sotto la forma di un premio o di un mero riconoscimento.

La seconda tipologia, definita pre-vendita, è un'operazione di *e-commerce* che può essere considerata una compravendita o una promessa di vendita futura, che si perfeziona all'atto della realizzazione del bene o dell'erogazione del servizio, con la differenza che in questo caso i finanziatori sono sovente coinvolti in modo speciale nella determinazione delle caratteristiche del bene.

La terza modalità, denominata *royalty based*, concerne un modello in cui i *backers* sostengono economicamente una specifica iniziativa, ottenendo quale corrispettivo una quota dei profitti futuri che saranno generati dal progetto finanziato²⁹.

Nel caso in specie, si ottiene un ricavo senza acquisire alcun titolo di proprietà sul progetto o diritti di partecipazione societaria di alcun tipo. Per tale ragione, la dottrina sostiene che sia corretto inquadrare il fenomeno nel contesto del *reward-based crowdfunding*³⁰.

Al fine di esaminare il trattamento tributario, con specifico riferimento alla disciplina di applicazione dell'IVA, è necessario fare nuovamente riferimento alle linee guida

²⁸ J. PAOLONI, “Peer to peer lending e innovazione finanziaria”, in “Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico”, Zanichelli Editore, 2019, pp. 410 ss.

²⁹ CONSOB, “Investor education”, in Consob.it, 3 agosto 2017.

³⁰ LERRO A., “Equity crowdfunding. Investire e finanziare l'impresa tramite internet”, 2014, p. 29.

della *Value Added Tax Committee* della Commissione europea³¹. Tali linee guida mettono in luce tre differenti casistiche, che saranno di seguito riportate:

- i. in primo luogo, l’IVA deve essere applicata quando il *reward-based crowdfunding* consiste in una prevendita di un bene o di un servizio;
- ii. in secondo luogo, l’applicazione dell’imposta va valutata caso per caso, quando le ricompense, beni o servizi, hanno un valore meramente simbolico; tuttavia, in linea generale, dovrebbe essere applicata anche a tali transazioni;
- iii. in terzo luogo, l’applicazione dell’IVA non è prevista quando il contributo dei sostenitori di un’iniziativa è assimilabile ad una vera e propria donazione, rientrando pertanto nella casistica, sopra delineata (§1.2.1), del *donation-based crowdfunding*.

Come recentemente riportato da un imprenditore del settore, “il *reward-based crowdfunding* può dare un contributo importante e prezioso per superare il *gap* finanziario di un’impresa, specialmente nella fase di *startup*, anche con cifre contenute. Esistono aziende italiane che hanno raccolto capitali offrendo in cambio un prodotto o un servizio, su piattaforme italiane o estere”³².

Nel primo semestre del 2025, risultavano operativi, sul territorio nazionale, 21 portali rientranti nelle tipologie del *donation-based* e del *reward-based crowdfunding*, con una riduzione di un’unità rispetto al dato rilevato nell’anno precedente. La stima della raccolta complessiva per l’esercizio 2024, pari a €43,1 milioni, evidenzia un netto decremento rispetto all’anno 2023, con €51,7 milioni. Tra le piattaforme che, nell’anno di riferimento, hanno contribuito maggiormente in termini di volumi di raccolta, si annoverano *For Funding*, *GoFundMe*, *Ginger* e *Rete del Dono*³³.

³¹ EUROPEAN COMMISSION - VALUE ADDED TAX COMMITTEE, “*VAT Treatment of Crowdfunding, Working Paper No. 836*”, European Commission, 2015, pp. 4 ss.

³² POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “*10° report italiano sul crowdfunding*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025, p. 6.

³³ V. nota *supra*.

III. Il modello *lending-based*

Il *lending-based crowdfunding*, secondo una definizione adottata dalla Banca d'Italia sulla scorta di quella formulata dall'EBA³⁴, “è uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme *on-line*, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto”³⁵.

Al fenomeno del LBC è corrente riferirsi anche con le espressioni *Marketplace lending*, *Social lending* e *Peer to Peer Lending* (o *P2P Lending*), che si articola nella duplice variante del *peer-to-consumer*, P2C, quando i destinatari dei prestiti sono consumatori; e del *peer-to-business*, P2B, quando destinatarie sono invece le imprese. Il primo termine sottolinea il ruolo peculiare della piattaforma virtuale come struttura di mercato, il secondo evidenzia il carattere collettivo e gli eventuali fini di utilità sociale del finanziamento, mentre il terzo pone l'accento sulla posizione paritaria degli utenti, *lenders* e *borrowers*, oltre che su una posizione astratta e neutrale della piattaforma virtuale, di cui si tratta di vagliare l'attendibilità in concreto, alla stregua di quanto più avanti si dirà nel presente elaborato.

Poiché tale modello può apparire come un istituto analogo al prestito bancario, è opportuno, *in primis*, porre in luce le differenze che lo distinguono da questa seconda forma di finanziamento. Innanzitutto, “nell'utilizzo di queste piattaforme al risparmiatore è data la possibilità di scegliere le imprese nelle quali investire, sulla base di una selezione preventivamente svolta dall'intermediario e con meccanismi di ripartizione del rischio in qualche misura predisposti dall'intermediario stesso. L'intermediario si limita a svolgere un ruolo di mera mediazione, restando estraneo al rapporto di prestito che si conclude direttamente tra i due clienti messi in contatto”³⁶. In secondo luogo, gli investitori godono di un credito diretto nei confronti dei soggetti finanziati, a differenza dei risparmiatori che depositano il proprio denaro in una banca,

³⁴ EBA, “*Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, Appendix: Report on lending-based crowdfunding: risks, drivers, and potential regulatory approaches*”, EBA/Op/2015/03.

³⁵ BANCA D'ITALIA, Delibera 584/2016, sez. IX.

³⁶ G. SANTONI, “*Osservatorio il diritto bancario del futuro*”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.1, 1° febbraio 2019.

la quale invece si propone come soggetto erogatore del credito³⁷. Infine, il capitale viene restituito maggiorato di un interesse, fisso o variabile, che risulta mediamente elevato, attirando gli investitori verso questo mercato piuttosto che verso quello bancario. È interessante notare che il *social lending* sia nato e si sia sviluppato in un periodo successivo alla crisi finanziaria, principalmente a causa della sfiducia nei confronti del settore tradizionale e per la comparsa di nuove forme di finanza alternativa, che presentavano costi notevolmente inferiori derivanti dall'uso di tecnologie e dall'assenza di requisiti regolatori imposti agli intermediari classici³⁸.

In tale tipologia, ad ogni richiedente di prestito, sia esso persona fisica o giuridica, viene assegnato un *rating*³⁹, calcolato sulla base di dati raccolti e disponibili presso le centrali rischi. Ottenuto il *rating*, si procede alla determinazione del tasso d'interesse; più il *rating* sarà basso, maggiore sarà il tasso d'interesse richiesto in base al rapporto rischio-rendimento. Di conseguenza, la chiave per il successo delle piattaforme è la corretta stima del merito creditizio, al fine di ridurre al minimo il rischio di insolvenza⁴⁰.

Nell'ordinamento giuridico italiano non è presente una disciplina specifica a riguardo del *social lending*. Il fondamento legale di questa attività è riscontrabile nel contratto di mutuo, definito dall'art. 1813 del Codice Civile, inteso come contratto mediante il quale una parte consegna all'altra una determinata quantità di denaro, o di altre cose fungibili, assumendo il destinatario l'obbligo di restituire un equivalente della stessa specie e qualità. Ai sensi dell'art. 1815 c.c., il mutuo può altresì essere produttivo di interessi, qualora tali prestazioni accessorie siano espressamente pattuite tra le parti⁴¹. Per quanto concerne l'inquadramento giuridico delle piattaforme, attualmente queste possono svolgere la propria attività a condizione che siano riconosciute come o istituto di pagamento *ex art. 114-septies* TUB, intermediario finanziario *ex art. 106* TUB, o istituto di credito.

³⁷ POLITECNICO DI MILANO, "2° Report italiano sul CrowdInvesting", Politecnico di Milano - *School of Management*, 2017, cit., p. 7.

³⁸ E. MACCHIAVELLO, "La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia", in *Banca Borsa e Titolo di Credito*, 2018, 1, p. 68.

³⁹ "E quindi una valutazione della solvibilità, e quindi dell'affidabilità di persone fisiche, società e imprese."

⁴⁰ POLITECNICO DI MILANO, "2° Report italiano sul CrowdInvesting", Politecnico di Milano - *School of Management*, 2017, pp. 50 ss.

⁴¹ BORSA ITALIANA, "La disciplina giuridica del social lending", in "P2P Lending", settembre 2015.

In merito all'applicazione dell'IVA nel *lending-based crowdfunding* in Italia, è opportuno distinguere tra i due modelli principali: quello diretto e quello diffuso. I due si differenziano in quanto, nel primo gli investitori decidono in modo diretto e autonomo dove allocare le proprie risorse; nel secondo, invece, gli investitori decidono indirettamente per il tramite della piattaforma.

Nella prima tipologia di modello diretto, l'esenzione dell'IVA dovrebbe essere applicabile. Nella seconda, *id est* di modello diffuso, bisognerebbe valutare se la sola indicazione da parte di un finanziatore del rapporto rischio-rendimento da lui desiderato, sia sufficiente a configurare tale scenario come uno in cui il prestatore si occupa direttamente della negoziazione e gestione del prestito. Tuttavia, non è possibile stabilire con certezza se il *social lending* sia un modello esente dall'applicazione dell'IVA, poiché le Autorità italiane competenti in materia non si sono ancora espresse su questo argomento.

È infine doveroso evidenziare i seguenti dati di mercato, influenzati fortemente dall'entrata in applicazione del Regolamento ECSP. Il settore delle piattaforme di prestito destinate a individui fisici è pressoché scomparso a livello nazionale, in quanto tali operatori sono stati acquisiti e successivamente incorporati da altre entità finanziarie. Le piattaforme ancora operanti nel settore dei prestiti diretti alle imprese hanno registrato, negli ultimi mesi, una raccolta complessiva pari a €142,05 milioni. Tuttavia, si osserva una diminuzione dei volumi sia nei progetti non aventi natura immobiliare (-1% rispetto all'anno precedente), sia, in misura più significativa, nei progetti a destinazione immobiliare (-18%). Il valore cumulato storico di tale comparto ammonta a €646,70 milioni, di cui la quota preponderante, pari a €529,00 milioni, è attribuibile al settore *real estate*. Al contempo, risultano concluse con esito positivo 391 campagne, tutte integralmente finanziate. L'obiettivo medio di raccolta per ciascuna campagna si attesta a €287.037, con una soglia minima di investimento inferiore rispetto a quella osservabile nelle campagne *equity-based*. La durata media dei prestiti si attesta intorno ai 15 mesi, con una modalità di rimborso prevalentemente a rate costanti. Il saggio di interesse annuo medio, nel primo semestre del 2025, si è attestato al 10,07%, evidenziando un incremento rispetto al 9,82% registrato nel corrispondente periodo dell'anno precedente. In ultimo, in merito alla distribuzione delle quote di mercato nell'ultimo anno, si conferma la *leadership* di *Recrowd* nel

settore, con una raccolta pari a €61,12 milioni e un valore cumulato storico di €219,37 milioni. Seguono, a notevole distanza, *Ener2Crowd*, con €16,62 milioni, e *Trusters*, con €15,38 milioni, quest'ultima in posizione apicale per numero di campagne concluse⁴².

IV. Il modello *equity-based*

L'*equity-based crowdfunding*, denominato anche *equity crowdfunding*, si ha “quando tramite l'investimento *on-line* si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, la “ricompensa” per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa”⁴³.

Come posto in luce da parte della dottrina, l'*equity-based* permette alle imprese di raccogliere capitale finanziario attraverso canali *online*, offrendo in cambio quote di proprietà dell'impresa stessa e conseguentemente la possibilità di compartecipare agli utili e alla creazione di valore nel lungo termine⁴⁴. A partire da queste due osservazioni, è possibile sostenere che l'*equity* rappresenti un modello per quelle società che improntano la propria crescita e lo sviluppo non verso realtà di piccole o famigliari dimensioni, ma verso una vera e propria *community* di investitori, disposti a condividere il proprio *network* relazionale, i propri capitali e le proprie risorse.

Considerando che le comunità con una forte presenza e coinvolgimento sono generalmente più competitive, diventa fondamentale sviluppare una comunità ben strutturata e affidabile, garantendo la fidelizzazione continua degli utenti che ne diventano soci finanziatori. Per questo motivo, si rende essenziale che le società che deliberano l'adozione di tale modello di finanziamento stabiliscano con chiarezza le condizioni dell'investimento⁴⁵, che possono essere strutturate come segue:

- è necessaria e propedeutica la stesura di un chiaro *business plan*, accompagnato dalle relative proiezioni finanziarie, al fine di fornire una base solida e un quadro chiaro per la pianificazione strategica dell'impresa;

⁴² POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “10° report italiano sul *crowdfunding*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025.

⁴³ www.consob.it

⁴⁴ I. PAIS, P. PERETTI, C. SPINELLI, “*Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità*”, Egea, 2014, p. 22.

⁴⁵ R. DE LUCA, “*Tutela dei consumatori: la direttiva europea sulle azioni rappresentative*”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 31 luglio 2015, pp. 4 ss.

- serve poi definire in modo puntuale i termini dell'operazione, specificando la quota di capitale che viene offerta al pubblico e il suo prezzo;
- occorre individuare quali possano essere i costi legali ed amministrativi dell'operazione;
- infine bisogna indicare con precisione i diritti degli investitori dato che, in base al loro apporto economico, potrebbero variare.

È quindi lampante che tale sistema di raccolta di capitale consente alle imprese di raccogliere, senza intermediazione, le risorse necessarie per la realizzazione dei progetti societari, basandosi esclusivamente sull'iniziativa proposta e sulla propria credibilità. È fondamentale considerare che la società, attraverso una campagna promossa verso vari soggetti, influisce sui diritti patrimoniali e amministrativi, nonché sulla sua stabilità futura. Di conseguenza, è necessario prepararsi a gestire il passaggio da una compagine ristretta a una più estesa, con tutte le implicazioni in tema di *governance* aziendale e di *disclosure* sulle attività ed i piani societari.

L'investimento nel capitale proprio di un'azienda tramite un portale di *crowdfunding* basato su *equity* espone i finanziatori ad una serie di problematiche principali. La prima è la perdita del capitale investito: trattandosi infatti di capitale di rischio, è pienamente soggetto al rischio d'impresa e ad esso non è associata una remunerazione minima. La seconda è data dal potenziale rischio di vedersi ridotta la propria percentuale partecipativa a causa di nuove campagne che consentono l'ingresso di nuovi soggetti in società, con la conseguenza che al termine delle successive campagne il finanziatore della prima avrebbe minor peso in termini di voti, dividendi e valore⁴⁶. Infine, l'ultima problematica è legata alla probabile ed eventuale mancanza di esperienze e competenze in ambito finanziario, che porta spesso a sovrastimare, o anche sottostimare, il reale valore delle azioni della propria società⁴⁷.

A livello normativo, ci si può limitare ad accennare che l'Italia vanta il primato di aver introdotto una disciplina specifica dell'*equity-based crowdfunding*, con il Decreto Legge n. 179 del 18 ottobre 2012, cd. "Decreto Crescita 2.0", che sarà oggetto di trattazione al §1.3.2.1.

⁴⁶ R. DE LUCA, "Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità", Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, pp. 19 ss.

⁴⁷ A. DELIVORIAS, "Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play", European Parliamentary Research Service (ERPS), 2017, pp. 4 ss.

Per quanto riguarda l'applicazione dell'IVA nell'*equity-based crowdfunding* occorre distinguere tra società emittente e investitori. Dal lato dell'emittente, ex art. 135 comma 1, lettera f), della Direttiva Europea sull'Imposta sul Valore Aggiunto⁴⁸, l'emissione di partecipazioni societarie è una operazione esente dall'applicazione dell'IVA. Dal lato dell'investitore, come sostenuto dalla dottrina, l'acquisto di azioni o quote di società richiede l'applicazione dell'IVA solo nel caso in cui “il possesso delle partecipazioni sia accompagnato da un'interferenza diretta o indiretta nella gestione della società partecipata”⁴⁹.

In ultimo, è confacente illustrare l'andamento in questi ultimi anni delle campagne di *equity-based crowdfunding*. Negli ultimi dodici mesi, il mercato ha mostrato una sostanziale stabilità nei flussi di capitale raccolto per le campagne azionarie, con un valore che si è mantenuto pressoché invariato rispetto al periodo precedente, attestandosi a €110,95 milioni. In tale contesto, è da osservare una marcata ripresa dei progetti di natura immobiliare, che registrano un incremento pari al 32%, mentre i progetti non immobiliari continuano a mostrare una contrazione, con una flessione, non irrilevante, del 19%. Come sopra accennato, il capitale di rischio complessivamente raccolto nel tempo ha raggiunto la cifra di €792,93 milioni. Per quanto riguarda, invece, le campagne di raccolta, nel corso dell'ultimo anno, sono state avviate 160 nuove campagne di raccolta, anche in questo caso dato che si mantiene in linea con quello dell'anno precedente. In tale contesto, si osserva che il tasso di successo delle campagne è rimasto elevato, con un valore approssimativo dell'88%. In merito ai parametri di raccolta, il *target* medio per i progetti non immobiliari negli ultimi sei mesi si è attestato a €207.133, risultando notevolmente inferiore rispetto al *target* dei progetti immobiliari, che ha raggiunto €1.112.955. Tra le piattaforme di *equity* si distingue come leader *Mamacrowd*, con un totale di €213,23 milioni raccolti e 300 campagne pubblicate, seguita da *Walliance* e *CrowdFundMe* rispettivamente con €127,17 milioni e €119,68 milioni di capitale raccolto⁵⁰.

⁴⁸ Art. 135, comma 1, lettera f, EUROPEAN COMMISSION - VALUE ADDED TAX COMMITTEE, “*VAT Treatment of Crowdfunding, Working Paper No. 836*”, 2015.

⁴⁹ M. TENCALLA, “*Equity Crowdfunding per tutte le PMI con la Legge di Bilancio 2017: aspetti tributari*”, in *Rivista di Diritto Tributario*, 3 marzo 2017.

⁵⁰ POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “*10° report italiano sul crowdfunding*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025.

V. Nuove tipologie ibride di *crowdfunding*

A partire da questi quattro modelli che si possono definire classici, si sono sviluppati i cosiddetti modelli ibridi, che prevedono una commistione tra più modelli. Tra i modelli emergenti si distinguono: il *Civic crowdfunding*, il *Corporate crowdfunding*, il *Do-it-yourself* e il *crowdfunding* ricorrente.

Il *Civic crowdfunding* ricorre al finanziamento dal basso da parte dei cittadini per sostenere opere e progetti pubblici in grado di favorire lo sviluppo del territorio e della comunità⁵¹. Sia i singoli individui sia le organizzazioni sociali possono dar vita a progetti *civic-based* che vadano a beneficio dell'intera collettività. A titolo esemplificativo, questa tipologia può essere impiegata per il finanziamento della riqualificazione di un'area verde, la realizzazione di un'opera d'arte pubblica, la creazione di un'infrastruttura a beneficio della collettività. Attraverso tale strumento, il cittadino diventa soggetto attivo dell'azione pubblica, contribuendo in prima persona a migliorare il luogo in cui vive⁵². Un esempio di raccolta fondi civica è rappresentato dal progetto avviato dal Comune di Milano, primo ente locale in Italia a utilizzare tale strumento, con l'iniziativa denominata "Crowdfunding civico". Questa si prefigge di raccogliere le risorse necessarie per la cura dei quartieri, una parte di queste risorse, pari al 40%, è raccolta tramite una piattaforma messa a disposizione dall'Amministrazione, mentre la restante parte, corrispondente al 60%, è coperta da un finanziamento a fondo perduto erogato dal Comune. Il *civic crowdfunding*, in genere, può essere del tipo *donation*, *reward* o *do-it-yourself*, ma si può anche sviluppare nelle forme *equity-based* e *social lending*.

La tipologia *Do-it-yourself* è una forma di *crowdfunding* tramite la quale è possibile indire un'iniziativa di raccolta fondi all'interno del sito stesso dell'organizzazione, senza dover utilizzare una piattaforma specifica di *crowdfunding*⁵³. Come sostenuto nel *report Starteed* si tratta di campagne personalizzate sviluppate su siti indipendenti in linea con l'identità del progetto⁵⁴. Uno dei fattori determinanti che ha contribuito

⁵¹ G. QUARANTA, "Il crowdfunding", in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, n. 4, 2017, pp. 915 ss.

⁵² S. A. CAMELI, "Il Civic crowdfunding e il futuro della pubblica amministrazione", in *Rivista Italiana di Public Management*, Vol. 2, n.1, gennaio 2019, pp. 1-27.

⁵³ I. PAIS, P. PERETTI, C. SPINELLI, "Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità", cit. pp. 10 ss.

⁵⁴ STARTEED, "Il Crowdfunding in Italia", in *Report 2018*, p. 6.

allo sviluppo di questa modalità è la presenza di piattaforme di *crowdfunding* che applicavano criteri di selezione eccessivamente rigidi, spesso escludendo progetti di notevole potenziale.

Tra i benefici più significativi del *crowdfunding* cd. “fai da te”, il primo riguarda l’assenza di costi di commissione che il promotore del progetto dovrebbe sostenere se decidesse di utilizzare una piattaforma di *crowdfunding* tradizionale. Inoltre, il progettista ha la possibilità di realizzare la campagna secondo le modalità che ritiene più appropriate, godendo di piena libertà decisionale su ogni aspetto e prolungando la durata della campagna se necessario⁵⁵. Tuttavia, è fondamentale valutare con precisione i rischi associati a tale scelta, difatti il presente modello richiede competenze tecniche adeguate sia in ambito tecnologico per la gestione del sito *web* in assenza di supporto da parte della piattaforma, sia in ambito di *marketing*. In questa categoria si possono avere le tipologie di *crowdfunding* di *civic*, *corporate*, *donation*, *reward*.

Il *corporate crowdfunding*, o finanziamento collettivo d’impresa, è un modello di investimento che si fonda sul principio della *Corporate Social Responsibility (CSR)*⁵⁶ e, dunque, ha la peculiarità di aiutare le aziende nella progettazione di prodotti e servizi, coinvolgendo direttamente i clienti in questa fase. Come sostenuto dal *founder* di *Produzioni dal Basso*, questo coinvolgimento trasmette valore alla comunità visto che, molto spesso, queste società cofinanziano i progetti e inoltre porta il *crowdfunding* ad avere un impatto sociale, ossia ad essere uno strumento in grado di stimolare le aziende a realizzare progetti a beneficio della comunità⁵⁷. In genere può essere del tipo *donation*, *do-it-yourself* e *reward*.

Infine, il *crowdfunding* ricorrente è una tipologia di raccolta fondi *donation-based* o *reward-based* permanente, ossia, a differenza delle normali campagne di finanziamento dal basso che hanno un termine ultimo, non ha una scadenza. È una modalità pensata per tutti quei progetti che hanno bisogno di raccogliere fondi

⁵⁵ D. FORZA, “*Crowdfunding DIY: la raccolta fondi indipendente*”, www.italiancrowdfunding.com, gennaio 2016.

⁵⁶ La *Corporate Social Responsibility (CSR)*, o responsabilità sociale d’impresa, è definita come “l’integrazione su base volontaria, da parte delle imprese, delle preoccupazioni sociali e ambientali nelle loro operazioni interessate”, secondo quanto determinato dalla Commissione Europea, 2001.

⁵⁷ CROWDFUNDING CLOUD, “*Crowdfunding, semplicemente produzioni dal basso*”, intervista a Angelo Rindone (*founder* di *Produzioni dal Basso*), www.crowd-funding.cloud, 07/11/2018.

in modo periodico e continuato⁵⁸; come nel caso di progetti editoriali e per nuovi creatori che chiedono un finanziamento, ad esempio mensile, per il loro lavoro⁵⁹.

1.3 Il quadro normativo in Italia e nell'Unione europea

A seguito della rapida diffusione del fenomeno negli Stati Uniti e in Cina prima e in Italia poi, il legislatore italiano ha introdotto, per primo in Europa, una disciplina *ad hoc* per il fenomeno del *crowdfunding*⁶⁰. Hanno fatto seguito, introducendo anch'essi una regolamentazione, solo dieci degli allora ventotto Stati membri dell'Unione europea: Austria, Belgio, Finlandia, Francia, Germania, Lituania, Paesi Bassi, Portogallo, Regno Unito e Spagna.

Di seguito si esamina il percorso legislativo italiano ed europeo a partire dal 2012 sino al recente Regolamento ECSP, che ha assunto un ruolo determinante. Prima di esporre il quadro normativo attuale (§1.3.2), è doveroso presentare il quadro normativo italiano antecedente al Regolamento ECSP e al D.lgs. n. 30 del 2023 di attuazione dello stesso (§1.3.1).

1.3.1 Le fonti normative in materia: evoluzione storica in Italia

La crisi economica, che negli ultimi anni ha avuto un impatto significativo sui mercati finanziari internazionali, ha generato rilevanti conseguenze dal punto di vista economico e finanziario. Nel caso italiano, si è assistito a un arresto dell'attività economico-industriale, che ha "avviato l'intero Paese verso la ricerca di nuovi strumenti di finanziamento, capaci di veicolare efficacemente le necessarie risorse economiche verso il sistema produttivo, favorendo in tal modo la nascita di canali di finanziamento alternativi a quello bancario, tra cui troviamo il fenomeno del *crowdfunding*, ossia una forma di reperimento di risorse in base a un rapporto diretto tra domanda ed offerta di credito, senza avvalersi dalla funzione tipica del sistema bancario e in modo completamente disintermediato"⁶¹. La recessione ha colpito in

⁵⁸ Le informazioni qui riportate fanno riferimento al sito ufficiale di Produzioni dal Basso, nella sezione "Come funziona".

⁵⁹ V. FERRERO, "Cos'è il crowdfunding ricorrente, il nuovo modo di finanziare un'idea", in *DiarioInnovazione*, 2018.

⁶⁰ Il riferimento è il sito ufficiale della Consob, www.consob.it.

⁶¹ V. CANALINI, "Il fintech e le nuove frontiere dell'innovazione finanziaria", in F. CAPRIGLIONE (a cura di), "Manuale di diritto bancario e finanziario", CEDAM, 2019, pp. 309 ss.

maniera significativa la natalità delle imprese⁶²; le piccole e medie imprese (PMI), che costituiscono la struttura portante del tessuto economico italiano⁶³, hanno incontrato numerose difficoltà a seguito della crisi. In particolare, in quel determinato periodo storico, la mancanza di finanziamenti bancari ha rappresentato un ostacolo ancora maggiore per la crescita e lo sviluppo delle imprese neocostituite, ovvero le *start-up*. Anzitutto, al fine di una comprensione approfondita del peso di tali realtà nel contesto economico-produttivo italiano, è necessario concentrarsi su alcuni dati statistici. In tal senso, si rimanda alle analisi guidate dall'Osservatorio Innovazione Digitale nelle PMI del giugno 2022: le PMI italiane sono circa 211 mila e rappresentano il 4,78% del totale delle imprese italiane e generano il 41% del fatturato nazionale e il 33% degli occupati nel settore privato⁶⁴.

Si ritiene doveroso precisare che il percorso normativo ha subito varie vicissitudini e non si è evoluto in modo organico e uniforme; infatti, i diversi tentativi di inquadrare giuridicamente il fenomeno hanno portato ad una regolazione finanziaria post-crisi che, con la sua complessità, rigidità e mancanza di proporzionalità e di considerazione degli aspetti *cross-sectoral*, ha incentivato la fuga dal perimetro regolatorio, come sostenuto dalla dottrina⁶⁵. Il risultato è che molte *FinTech*, tra cui il *Peer-to-peer lending*, collocandosi a metà strada tra i diversi settori e le rispettive normative, hanno finito per restare non regolamentate per lungo tempo, oppure per essere sottoposte a discipline non in grado di rispondere in modo adeguato ai rischi ed alle caratteristiche stesse⁶⁶.

Il *crowdfunding*, inizialmente fenomeno poco conosciuto, è stato considerato fin da subito a livello legislativo come un fenomeno di notevole importanza, meritevole di essere regolamentato. L'Italia, come prima nazione europea a istituire una disciplina *ad hoc* per il *crowdfunding*, ha prodotto, nello specifico, una normativa dedicata al modello *equity-based*.

⁶² C. CASTELLI, F. SCHIVARDI, “*Le start-up ai tempi della crisi*”, in *Banche e finanza, concorrenza e mercati*, 13 febbraio 2015.

⁶³ www.consob.it.

⁶⁴ Osservatorio innovazione digitale nelle PMI, “*Innovazione digitale nelle PMI: uno, nessuno... Ecosistema!*”, giugno 2022, pp. 4 e ss.

⁶⁵ E. MACCHIAVELLO, “*La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L'inesplorato caso dell'invoice trading*”, in *Banca Impresa Società*, 2019, 3, p. 3.

⁶⁶ V. nota 64.

1.3.1.1 Il “Decreto crescita 2.0”

La legislazione relativa all'*equity crowdfunding* trova la sua genesi all'interno del “Decreto crescita 2.0”⁶⁷, frutto di un lungo processo portato avanti in maniera collaborativa, in cui chiunque fosse interessato ha avuto modo di esprimere il proprio parere e le valutazioni ai testi offerti in pubblica consultazione. In seguito a questa collaborazione, viene emanato il Decreto Legge n. 179⁶⁸, recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese”, che viene convertito in legge il 17 dicembre 2012. Il Decreto scaturisce dall'esigenza concreta di “favorire la crescita, lo sviluppo dell'economia e della cultura digitale, attuare politiche di incentivo alla domanda di servizi digitali e promuovere l'alfabetizzazione informatica, nonché per dare impulso alla ricerca e alle innovazioni tecnologiche, quali fattori essenziali di progresso e opportunità di arricchimento economico, culturale e civile e, nel contempo, di rilancio della competitività delle imprese”⁶⁹.

Si riporta, inoltre, che l'emanazione della presente normativa è stata preceduta da un'esortazione da parte delle Istituzioni europee, le quali, nel luglio 2012, avevano manifestato alcune preoccupazioni riguardo al comportamento dell'Italia, sostenendo che l'azione del governo italiano non fosse sufficientemente orientata a promuovere l'innovazione nel settore economico-finanziario⁷⁰. In risposta, il governo italiano presentò il rapporto “*Restart Italia! Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall'innovazione, dalla nuova impresa*”⁷¹, elaborato dalla *Task Force* istituita dal Ministro dello Sviluppo Economico e divulgato il 13 settembre 2012, istituita con l'obiettivo di promuovere l'ecosistema delle *start-up* innovative in Italia. Il *report* dichiara l'intento di formulare al Governo un insieme selettivo di proposte, ambiziose e incisive, volte a rendere l'Italia un ambiente realmente ospitale per la nascita e la crescita delle *start-up*. Tali interventi non conoscono una gerarchia di priorità: acquistano efficacia solo se attuati unitariamente, come un pacchetto inscindibile. Ne

⁶⁷ Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*”.

⁶⁸ V. nota 66.

⁶⁹ Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, p. 1.

⁷⁰ G. A. POLICARO, “*Lo sviluppo in Italia dell'equity crowdfunding*”, cit., pp. 67-94.

⁷¹ Ministero dello Sviluppo Economico, “*RESTART ITALIA! Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall'innovazione e dalla nuova impresa*”, Rapporto della *Task Force* sulle *start-up* istituita dal Ministero dello sviluppo Economico, 10 settembre 2012.

consegue che la contrapposizione tra semplificazione burocratica e disponibilità di capitale è concettualmente fallace. Una procedura d'avvio rapida resta sterile se i finanziamenti sopraggiungono con mesi di ritardo; specularmente, liquidità immediata risulta inefficace se l'impresa rimane inerte per tempi lunghi. Solo la simultaneità delle riforme, dunque, può produrre la reazione auspicata e consentire all'iniziativa imprenditoriale di svilupparsi⁷².

Dall'analisi del rapporto si evince che, al fine di favorire la diffusione di tale istituto, che al momento non disponeva di una normativa di riferimento che permettesse alle imprese di farne ricorso, era necessario prevedere “una procedura di autorizzazione semplice, basata su chiare garanzie offerta da parte di chi voglia aprire queste piattaforme *online* dedicate alla raccolta di capitale, creando meccanismi di trasparenza ed informazione per rendere chiaro ai cittadini che, come in ogni investimento, corrono sempre il rischio di perdere il capitale investito”⁷³.

Le materie che il provvedimento disciplina sono quelle relative a infrastrutture e servizi digitali, la creazione di nuove imprese innovative (*Start-up*), gli strumenti fiscali per agevolare la realizzazione di opere con capitali privati e incentivo degli investimenti esteri in Italia. Nello specifico, il decreto in esame ha delegato alla Consob il compito di regolamentare alcuni aspetti del fenomeno con l'obiettivo di creare un ambiente sicuro in grado di trasmettere fiducia agli investitori.

Di seguito, si vuole soffermare l'attenzione sull'articolo 30, che tratta la disciplina a sostegno delle *start-up* innovative e introduce nel Testo Unico Finanziario gli articoli 50-*quinquies* “gestione di portali per la raccolta di capitale per le start up innovative” e 100-*ter* “offerte attraverso portali per la raccolta di capitali”.

Prima di analizzare queste disposizioni, si ritiene opportuno illustrare la definizione di *start-up* innovativa, presentata, dall'art. 25 comma 2 del Decreto, come una “società

⁷² Ministero dello Sviluppo Economico, “*RESTARTITALIA*”, nel Documento viene riportato: “le pagine che seguono presentano le nostre proposte al governo italiano, per fare in modo che l'Italia diventi un Paese ospitale per la nascita e la crescita di *start-up*. Abbiamo scelto di fare poche proposte, che fossero però ambiziose ed incisive. Non ce ne sono alcune più urgenti e importanti di altre. Produrranno una scossa solo se saranno considerate come un ‘pacchetto unico’, solo se portate avanti tutte insieme. Proviamo infatti a chiederci: conta di più la semplificazione burocratica o la disponibilità di capitali? La risposta è che la domanda non ha senso. Se anche a un giovane con un'idea imprenditoriale bastasse un giorno per aprire un'azienda innovativa, ma poi servissero sei mesi per trovare i capitali per partire, dove pensiamo che potrebbe andare? Se, al contrario, potesse contare in tempi rapidi su un po' di liquidità, ma gli servissero poi sei mesi per rendere operativa la sua azienda, pensiamo che arriverebbe molto più lontano?”.

⁷³ *Ibidem*.

di capitali, costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”⁷⁴. Un requisito necessario per la definizione della fattispecie è l’innovazione, come riportato al comma 2°, lett. f, dell’art. 25 del d.l. 179/2012, che deve consistere nello sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico. Come evidenziato da parte della dottrina, una problematica è data dalla mancanza di una definizione del carattere innovativo, tanto che è controverso “se la valutazione circa l’innovatività vada compiuta in senso formale (sull’oggetto statutario) o in senso sostanziale (sull’attività effettivamente svolta dalla società), ma anche entro quali termini l’attività possa essere qualificata come innovativa. Il diverso e più favorevole trattamento giuridico riservato alle *start-up* innovative si giustifica, tuttavia, solamente se gli elementi differenziali, connaturati all’attività, sono tali da rendere non irragionevole la disparità di trattamento rispetto ad altre imprese”⁷⁵. Per tale ragione diviene essenziale identificare le peculiarità, sul piano normativo, che distinguono le *start-up* innovative dalle altre imprese. L’elenco fornitoci dal comma 2° dell’art. 25⁷⁶ è in parte risolutivo poiché illustra i seguenti requisiti cumulativi: “a) è una microimpresa o una piccola o media impresa, come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003; b) è costituita da non più di sessanta mesi; c) è residente in Italia ai sensi del D.P.R. 917 del 1986⁷⁷, o in uno degli Stati membri dell’Unione europea o in stati aderenti all’Accordo sullo spazio economico europeo, purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia⁷⁸; d) a partire dal secondo anno di attività della *start-up* innovativa, il totale del valore della produzione annua, così come risultante dall’ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell’esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro; e) non distribuisce, e non ha distribuito, utili; f) ha, quale

⁷⁴ Art. 25, Decreto Legge n. 179, 18 ottobre 2012, sez. IX, “*Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative*”, p. 36.

⁷⁵ A. CAPRARÀ, “*Innovazione e impresa innovativa*”, in *Contratto e impresa. Dialoghi con la giurisprudenza civile e commerciale*, 2015, n. 4-5, luglio-ottobre, Wolters Kluwer, CEDAM, pp. 1163 ss.

⁷⁶ Art. 25, Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, sez. IX, “*Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative*”, p. 36.

⁷⁷ Articolo 73 del decreto del Presidente della Repubblica del 22 dicembre 1986, n. 917,

⁷⁸ Decreto Legge n. 3/2015, cosiddetto Decreto “*Investment compact*”, entrato in vigore dal 25 gennaio 2015, ha apportato delle modifiche alle lettere b e c. In particolare, si amplia il requisito relativo alla costituzione della *start up* innovativa che passa da 48 mesi a 60 mesi.

oggetto sociale esclusivo, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico; g) non è stata costituita da una fusione, scissione societaria o a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda”⁷⁹; h) possiede almeno uno dei requisiti riportati in nota⁸⁰.

Un’attività ha interesse a rientrare in questi parametri ed essere riconosciuta come *start-up* innovativa, al fine di ottenere agevolazioni in suo favore, quali: sgravi burocratici e fiscali per le operazioni attinenti al registro delle imprese; piani di incentivazione in *equity*; gestione societaria flessibile; facilitazioni nell’accesso al credito bancario; incentivi fiscali all’investimento e *equity crowdfunding*.

Nel 2015 la platea delle imprese che possono avvalersi del *crowdfunding* per la raccolta di capitali è stata ulteriormente ampliata dal Decreto Legge 3/2015⁸¹, che ha esteso tale possibilità anche alle “PMI innovative”, come definite dall’art. 4 della normativa⁸².

⁷⁹ Art. 25, Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179, sez. IX, “Misure per la nascita e lo sviluppo di imprese *start-up* innovative”.

⁸⁰ 1) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15 per cento del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della *start-up* innovativa. Dal computo per le spese in ricerca e sviluppo sono escluse le spese per l’acquisto e la locazione di beni immobili. Ai fini di questo provvedimento, in aggiunta a quanto previsto dai principi contabili, sono altresì da annoverarsi tra le spese in ricerca e sviluppo: le spese relative allo sviluppo precompetitivo e competitivo, quali sperimentazione, prototipazione e sviluppo del *business plan*, le spese relative ai servizi di incubazione forniti da incubatori certificati, i costi lordi di personale interno e consulenti esterni impiegati nelle attività di ricerca e sviluppo, inclusi soci ed amministratori, le spese legali per la registrazione e protezione di proprietà intellettuale, termini e licenze d’uso.

Le spese risultano dall’ultimo bilancio approvato e sono descritte in nota integrativa. In assenza di bilancio nel primo anno di vita, la loro effettuazione è assunta tramite dichiarazione sottoscritta dal legale rappresentante della *start-up* innovativa.

2) impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un’università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all’estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a due terzi della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell’articolo 3 del regolamento di cui al decreto del Ministro dell’istruzione, dell’università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270;

3) sia titolare o depositaria o licenziataria di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero sia titolare dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario registrato presso il Registro pubblico speciale per i programmi per elaboratore, purché tali privative siano direttamente afferenti all’oggetto sociale e all’attività di impresa.

⁸¹ R. DE LUCA, “*Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, p. 11.

⁸² Art. 4, Decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3.

1.3.1.1.1 Articoli 50-quinquies e 100-ter TUF

Al fine di adeguare l'ordinamento nazionale a quanto previsto dal Regolamento ECSP, il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, ha disposto emendamenti ai seguenti articoli del TUF: art. 1, comma 5-*novies*; art. 100-*ter*, nonché agli articoli 190, comma 1-*bis*, 190-*quater* concernenti le disposizioni in materia sanzionatoria di cui alla Parte V del TUF medesimo. Inoltre, ha abrogato l'art. 50-*quinquies* del TUF e dettato il nuovo art. 4-*sexies* del TUF, volto ad individuare le autorità nazionali competenti ai sensi del Regolamento in oggetto⁸³.

Prima di venire abrogato, l'art. 50-*quinquies* del TUF⁸⁴ disciplinava la gestione dei portali per la raccolta di capitali per le PMI, specificando chi potesse essere gestore e quali requisiti fossero richiesti per l'iscrizione all'apposito Registro tenuto dalla Consob⁸⁵. Tale disposizione in esame era entrata a far parte del Testo Unico Finanziario, d.lgs. 58/1998, a partire dal 2012, introdotto dal "decreto crescita *bis*"⁸⁶ per le sole *start-up* innovative ed esteso poi alle PMI innovative con il "decreto *Investment Impact*"⁸⁷ e in seguito a tutte le tipologie di PMI tramite il Decreto legge 50/2017. La versione in vigore, prima dell'abrogazione, era il frutto dell'aggiornamento del Regolamento Consob del 2013⁸⁸, approvato con la Delibera n. 20204 del 5 dicembre 2017.

In seguito all'entrata in vigore del Regolamento ECSP e al D.lgs. n. 30 del 2023 di attuazione dello stesso, la disciplina del soggetto fornitore di servizi di *crowdfunding* è contenuta nell'art. 4-*sexies* del TUF⁸⁹ di nuovo conio che, "in luogo del precedente registro dei gestori previsto dall'abrogato art. 50-*quinquies* TUF, demanda alla Consob, sentita la Banca d'Italia, il compito di rilasciare l'autorizzazione ai fornitori di servizi di *crowdfunding* sia per l'esercizio dell'attività c.d. *lending-based* che per

⁸³ Schema di decreto legislativo, recante "Attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937".

⁸⁴ Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

⁸⁵ M. LEMBO, "La nuovissima normativa europea sugli strumenti finanziari digitali e sul mercato delle *cryptovalute*. Prime riflessioni", in *Rivista del commercio internazionale*, n. 4, 2023, p. 995.

⁸⁶ Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179.

⁸⁷ Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3.

⁸⁸ Regolamento Consob n. 18592/2013.

⁸⁹ "Individuazione delle autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937".

quella c.d. *investment-based*, salvo il caso in cui l'autorizzazione venga richiesta da una banca, un istituto di pagamento, un istituto di moneta elettronica o un intermediario finanziario ex art. 106 del TUB, nel qual caso l'autorizzazione viene concessa dalla Banca d'Italia, previa acquisizione del parere della Consob⁹⁰.

A differenza di quanto previsto dall'art. 50-*quinquies* del TUF, l'art. 100-*ter*, recante la disciplina delle offerte realizzate per il tramite di portali finalizzati alla raccolta di capitali, è stato integralmente sostituito. L'innovazione normativa ha introdotto modifiche di natura sostanziale, le quali, per la loro rilevanza e incidenza sull'assetto previgente, hanno suscitato diffuse perplessità in dottrina e tra gli operatori del settore. In particolare, si osserva l'abrogazione del comma 1, che disponeva un espreso rinvio alla disciplina nazionale in materia di *crowdfunding*, mentre viene mantenuto (cfr. art. 100-*ter*, commi 2-5) il regime semplificato riguardante l'intestazione e la circolazione delle quote di partecipazione nelle s.r.l., configurantesi quale alternativa ai modelli tradizionali (art. 2470, comma 2 c.c.⁹¹ e art. 36, d.l. n. 112/2008⁹²), in quanto fondato sul sistema dell'intestazione intermediata dalle quote sottoscritte mediante portali di raccolta di capitali.

Merita una menzione particolare, data la sua incidenza di natura sistematica, la rilevante modifica apportata alla disposizione precedentemente collocata nel

⁹⁰ M. PELLEGRINO, "L'adeguamento al regolamento UE relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding", in *Ius Societario*, iusgiuffre.it, maggio 2023.

⁹¹ Art. 2470 c.c., "Efficacia e Pubblicità - Il trasferimento delle partecipazioni ha effetto di fronte alla società dal momento del deposito di cui al successivo comma.

L'atto di trasferimento, con sottoscrizione autenticata, deve essere depositato entro trenta giorni, a cura del notaio autenticante, presso l'ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale. In caso di trasferimento a causa di morte il deposito è effettuato a richiesta dell'erede o del legatario verso presentazione della documentazione richiesta per l'annotazione nel libro dei soci dei corrispondenti trasferimenti in materia di società per azioni.

Se la quota è alienata con successivi contratti a più persone, quella tra esse che per prima ha effettuato in buona fede l'iscrizione nel registro delle imprese è preferita alle altre, anche se il suo titolo è di data posteriore.

Quando l'intera partecipazione appartiene ad un solo socio o muta la persona dell'unico socio, gli amministratori devono depositare per l'iscrizione nel registro delle imprese una dichiarazione contenente l'indicazione del cognome e nome o della denominazione, della data e del luogo di nascita o lo Stato di costituzione, del domicilio o della sede e cittadinanza dell'unico socio.

Quando si costituisce o ricostituisce la pluralità dei soci, gli amministratori ne devono depositare apposita dichiarazione per l'iscrizione nel registro delle imprese.

L'unico socio o colui che cessa di essere tale può provvedere alla pubblicità prevista nei commi precedenti.

Le dichiarazioni degli amministratori previste dai commi quarto e quinto devono essere depositate entro trenta giorni dall'avvenuta variazione della compagine sociale".

⁹² Decreto Legge 25 giugno 2008, n. 112, "Disposizioni urgenti per lo sviluppo economico, la semplificazione, la competitività, la stabilizzazione della finanza pubblica e la perequazione Tributaria".

comma 1-*bis* del menzionato art.100-*ter* TUF, ora trasposta nel nuovo comma 1, consistente nella soppressione dell'inciso che limitava alle sole PMI s.r.l. l'accesso al mercato dei capitali di rischio. Infatti, è stata confermata la dizione che consente, in deroga all'art. 2468 c.c.⁹³, l'offerta al pubblico di quote di s.r.l. per il mezzo di piattaforme di *crowdfunding* ma, diversamente dal corrispondente e previgente comma 1-*bis*, non vi è più alcun riferimento alle PMI s.r.l. disponendosi invero che “in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding* nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503”⁹⁴.

Si evidenzia che, nella struttura del novellato art.100-*ter* TUF, è stata eliminata la previgente disposizione del comma 1, la quale, in linea con l'impianto normativo introdotto dall'art. 57, comma 1, d.l. 24 aprile 2017, n.50⁹⁵, circoscriveva l'offerta al pubblico ai soli strumenti finanziari e partecipativi emessi da PMI. In sostanza, “la scelta dell'ordinamento, nel dare attuazione al regolamento europeo, è stata quella di eliminare in toto e per tutte le s.r.l. la restrizione, quanto alla modalità di offerta, costituita dal divieto di offrire le partecipazioni quali prodotti finanziari”⁹⁶.

Sotto tale profilo il provvedimento in analisi rappresenta l'epilogo di un processo normativo di lungo periodo, avviatosi nel 2012 e caratterizzato da una graduale erosione di alcuni principi fondamentali del diritto societario, con l'introduzione di deroghe di portata innovativa e sistematica. Tali deroghe riguardano, in particolare: (i) la possibilità di ricorrere al mercato dei capitali e (ii) la facoltà di creare, in deroga ai

⁹³ Art. 2468 c.c., “Quote di partecipazione - Le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari.

Salvo quanto disposto dal terzo comma del presente articolo, i diritti sociali spettano ai soci in misura proporzionale alla partecipazione da ciascuno posseduta. Se l'atto costitutivo non prevede diversamente, le partecipazioni dei soci sono determinate in misura proporzionale al conferimento.

Resta salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili.

Salvo diversa disposizione dell'atto costitutivo e salvo in ogni caso quanto previsto dal primo comma dell'articolo 2473, i diritti previsti dal precedente comma possono essere modificati solo con il consenso di tutti i soci.

Nel caso di comproprietà di una partecipazione, i diritti dei comproprietari devono essere esercitati da un rappresentante comune nominato secondo le modalità previste dagli articoli 1105 e 1106”.

⁹⁴ Art. 100-*ter*, comma 1, TUF.

⁹⁵ Decreto Legge 24 aprile 2017, n.50, “Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo”.

⁹⁶ F. BRIZZI, “*Offer to the public and transfer of shares of s.r.l. following the amendment of Article 100-ter T.U.F.: some initial reflections*”, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, n.3, 2023, p. 908.

commi 2 e 3 dell'art. 2468 c.c., speciali categorie di quote. Tale opportunità, di rilievo strategico per il tessuto imprenditoriale, era originariamente riservata esclusivamente alle *start-up* innovative⁹⁷, per essere successivamente estesa prima alle PMI innovative⁹⁸ e successivamente a tutte le PMI⁹⁹. Da queste considerazioni si rileva, pertanto, come il legislatore tramite il Decreto n. 30 del 2023, abbia compiuto un passo ulteriore in direzione della riduzione del divario normativo tra s.r.l. e s.p.a., avvicinando in misura crescente i due modelli societari.

1.3.1.2 Il Decreto Lavoro (d.l. 76/2013) e Decreto *Investment Compact* (d.l. 3/2015)

Il Decreto Legge 28 giugno 2013, 76, noto come “Decreto Lavoro”, e il Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, il cd. “*Investment Compact*”, hanno dato seguito, mediante specifici interventi normativi, alla politica dettata dal Decreto Crescita 2.0, che ha identificato nel sostegno all'imprenditoria innovativa un approccio nuovo e necessario attinente alla politica industriale.

Nello specifico, l'art. 9 del Decreto Lavoro¹⁰⁰ ha statuito la soppressione della lettera dell'articolo 25, comma 2 del Decreto Crescita *bis*¹⁰¹, venendo così ad ampliare le *start-up* innovative che possono iscriversi nel registro, non limitandolo più esclusivamente a quelle “di cui la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'Assemblea ordinaria dei soci sono detenute da persone fisiche”¹⁰². La suddetta norma, infatti, restringeva alquanto il numero di *start-up* innovative che potevano essere iscritte nel registro speciale del Registro delle Imprese.

In seguito, il Decreto *Investment Compact*¹⁰³, entrato in vigore dal 25 gennaio 2015, ha apportato delle modifiche alle lettere b) e c) dell'articolo 25 comma 2¹⁰⁴. Per quanto riguarda la lettera b), essa ha ampliato il requisito relativo alla costituzione della *start-up* innovativa che è passato da 48 mesi a 60 mesi.

⁹⁷ Cfr. art. 26, Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179.

⁹⁸ Cfr. art. 4, comma 1, Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3.

⁹⁹ Cfr. art. 57, comma 1, Decreto Legge 24 aprile 2017, n. 50.

¹⁰⁰ Decreto Legge 28 giugno 2013, n. 76, “*Primi interventi urgenti per la promozione dell'occupazione, in particolare giovanile, della coesione sociale, nonché in materia di Imposta sul valore aggiunto (IVA) e altre misure finanziarie urgenti*”, (GU Serie Generale n. 150 del 28-06-2013).

¹⁰¹ Decreto Legge n.179, 18 ottobre 2012.

¹⁰² V. lettera a) dell'art. 25, comma 2, “Decreto Crescita *bis*”.

¹⁰³ Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con Legge del 24 marzo 2015 n. 33.

¹⁰⁴ V. lettera b) e c) dell'art. 25, comma 2, “Decreto Crescita *bis*”.

In merito alla lettera c), ha disposto che la sede principale degli affari della *start-up* innovativa non deve necessariamente essere situata in Italia, come indicato dall'articolo 4, comma 11, lettera b)¹⁰⁵, ma che abbia una sede produttiva o una filiale in Italia.

Oltre alle modifiche e novità che il Decreto *Investment Compact* ha presentato nella disciplina delle *start-up* innovative, la normativa è alquanto rilevante per aver introdotto la categoria delle PMI innovative.

In merito a quanto esposto, l'articolo 4 del decreto in esame¹⁰⁶ determina le Piccole e Medie Imprese (PMI), “come definite dalla raccomandazione 2003/361/CE, società di capitali, costituite anche in forma cooperativa”¹⁰⁷ che debbono essere residenti in Italia o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia. Sono inoltre requisiti necessari, al fine di poter rientrare nella definizione di PMI, possedere la certificazione dell'ultimo bilancio; non avere azioni quotate in un mercato regolamentato e non essere iscritti al registro speciale previsto all'articolo 25, comma 8, del Decreto Legge 18 ottobre 2012, n. 179¹⁰⁸. Infine, l'ultimo requisito, indicato nella lettera e) del medesimo articolo, richiede il possesso di almeno due delle seguenti caratteristiche: un volume di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione in misura uguale o superiore al 3 per cento della maggiore entità fra costo e valore totale della produzione della PMI innovativa; un impiego come dipendenti o collaboratori a qualsiasi titolo, in percentuale uguale o superiore al quinto della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di titolo di dottorato di ricerca o che sta svolgendo un dottorato di ricerca presso un'università italiana o straniera, oppure in possesso di laurea e che abbia svolto, da almeno tre anni, attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, in Italia o all'estero, ovvero, in percentuale uguale o superiore a un terzo della forza lavoro complessiva, di personale in possesso di laurea magistrale ai sensi dell'articolo 3 del decreto del Ministro dell'istruzione, dell'università e della ricerca 22 ottobre 2004, n. 270; titolarità, anche quali depositarie o licenziatarie di almeno una privativa industriale, relativa a una invenzione

¹⁰⁵ Decreto Legge 28 giugno 2013, n. 76, art. 4, comma 11.

¹⁰⁶ Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3, convertito con Legge del 24 marzo 2015, n. 33.

¹⁰⁷ Art. 4 comma 1, Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3.

¹⁰⁸ Art. 4 comma 1, lett. a), b), c), d), Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3.

industriale, biotecnologica, a una topografia di prodotto a semiconduttori o a una nuova varietà vegetale ovvero titolarità dei diritti relativi ad un programma per elaboratore originario¹⁰⁹.

Il Decreto *Investment Compact*, oltre a consentire l'accesso al *crowdfunding* alle aziende qualificate come PMI innovative, ha dato la possibilità anche a organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR)¹¹⁰ e alle società che investono prevalentemente in *start-up* o PMI innovative di collocare *online*, tramite l'*equity crowdfunding*, i propri capitali¹¹¹.

Più recentemente, nel 2017, il Decreto Legge n. 50¹¹², tramite il primo comma dell'articolo 57, ha esteso, in modo definitivo, la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* a tutte le PMI. L'effettiva entrata in vigore del provvedimento è avvenuta a gennaio 2018 con l'introduzione del nuovo regolamento Consob sull'*equity crowdfunding*, approvato con delibera 29 novembre 2017 n. 20204¹¹³. La *ratio* di quest'ultima norma risiede nella volontà del Governo di ampliare ulteriormente la platea di società autorizzate a finanziarsi tramite lo strumento dell'*equity crowdfunding*, dato che la maggioranza delle piccole e medie imprese del tessuto imprenditoriale italiano sono costituite nella forma di società a responsabilità limitata.

1.3.1.3 Il regolamento Consob

In data 26 giugno, la Commissione Nazionale per le Società e Borsa (Consob) ha promulgato il "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio da parte di *start-up* innovative tramite portali *on-line*"¹¹⁴, dando attuazione alla delega conferita dall'art. 30, del Decreto Crescita *bis*, che conferisce alla Consob il compito di dettare una disciplina regolamentare di attuazione della norma con cui il legislatore ha inteso

¹⁰⁹ Art. 4, comma 1, lett. e), Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3.

¹¹⁰ CONSOB, "L'*equity crowdfunding*. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi", in *Position Papers*, n. 6, agosto 2016, pp. 11 ss.

¹¹¹ R. DE LUCA, "Tutela dei consumatori: la direttiva europea sulle azioni rappresentative", Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 31 luglio 2015, pp. 12 ss.

¹¹² Decreto Legge, 24 aprile 2017, n. 50, "Disposizioni urgenti in materia finanziaria, iniziative a favore degli enti territoriali, ulteriori interventi per le zone colpite da eventi sismici e misure per lo sviluppo".

¹¹³ CONSOB, Modifiche al "Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*", adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche 29 novembre 2017, n. 20204.

¹¹⁴ Delibera n. 18592 del 26 giugno 2013, "Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line*".

favorire l'accesso al pubblico risparmio da parte delle *start-up* tramite piattaforme di *equity crowdfunding*.

La normativa in esame, adottata con la delibera n. 18592, ha subito diverse revisioni con gli aggiornamenti dettati da successive delibere (n. 19520 del 24 febbraio 2016, n. 20204 del 29 novembre 2017, n. 20264 del 17 gennaio 2018, n. 21110 del 10 ottobre 2019, n. 21259 del 6 febbraio 2020 e n. 22720 del 1 giugno 2023¹¹⁵).

Sin da quando è entrato in vigore, il regolamento è stato articolato in tre parti: la prima si preoccupa di dettare quelle che sono le disposizioni generali; nella seconda si affronta il tema del registro e della disciplina dei gestori di portali; la terza, infine, si occupa della disciplina delle offerte tramite portali.

Se non occorre soffermarsi sulla parte I, in quanto volta esclusivamente alla definizione dei termini degli istituti presenti nel regolamento, è, invece, opportuno approfondire quanto disposto dalle restanti due parti.

Per quanto concerne la seconda, i gestori di portali (articoli 4,5,6), vengono definite le caratteristiche, la formazione ed il contenuto, nonché la pubblicità da effettuarsi per l'istituzione del registro all'interno del quale vengono inseriti coloro che "esercitano professionalmente il servizio di gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali"¹¹⁶. Per poter procedere all'iscrizione nel registro Consob, sono richiesti ai gestori requisiti patrimoniali, mentre a coloro che detengono il controllo sono domandati requisiti di onorabilità e ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo requisiti di onorabilità e professionalità (articoli 7-12).

Ulteriori disposizioni, contenute nel titolo III della seconda parte del regolamento, riguardano le regole di condotta; tra queste rilevano gli obblighi del gestore (articolo 13) e quelli volti alla tutela dei consumatori (artt. 17-20), quelle relative alle informazioni da fornire, nonché alle comunicazioni da trasmettere alla Consob stessa (articolo 21).

È soprattutto dall'articolo 13 che emergono alcune delle previsioni di grande rilievo per le offerte di capitali *online*. Tra queste si segnalano al comma 1-*bis* e 1-*ter* le misure che il gestore deve adottare per sovrintendere al problematico conflitto che insorge in

¹¹⁵ Cfr. §3.3.1.

¹¹⁶ Art. 50-*quinquies* TUF.

relazione all'auto quotazione; al comma 2 le informazioni attinenti l'offerta, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi connessi, che il gestore deve rendere disponibili agli investitori e, in ultimo, al comma 3, l'attenzione a cui il gestore richiama gli investitori non professionali sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie. Dunque, gli investitori, prima di sottoscrivere, “devono effettuare un percorso di investimento consapevole da cui risulti la presa visione delle informazioni e la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell'investimento”¹¹⁷.

Infine, al titolo IV, sono indicati i provvedimenti sanzionatori e cautelari che intervengono nel caso di mancato rispetto degli obblighi. In particolare, l'articolo 22, sui provvedimenti cautelari, statuisce che la Consob può, “qualora sussistano fondati elementi che facciano presumere l'esistenza di gravi violazioni”, disporre in via cautelare la sospensione dell'attività del gestore per un periodo non superiore a 90 giorni e l'articolo 23, tra i provvedimenti sanzionatori, prevede la sospensione da uno a quattro mesi dell'attività del gestore in caso di grave violazione e la radiazione dal registro qualora si verificassero alcune condizioni¹¹⁸.

La terza e ultima parte del Regolamento Consob tratta della disciplina delle offerte tramite portali. In questa sezione sono rimesse al gestore, ai fini dell'ammissione dell'offerta, le verifiche circa la sussistenza di una serie di requisiti, ossia: l'avvenuta sottoscrizione del 5% del capitale da parte di investitori professionali; l'opzione di esercitare il diritto di recesso, in caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale e la comunicazione alla società e la pubblicazione nel sito internet della società di eventuali patti parasociali.

¹¹⁷ CONSOB-CNDCEC, “*L'equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*”, in *Position Papers*, n. 6, 2016, cit., p. 15.

¹¹⁸ Condizioni quali: “1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale in assenza delle condizioni previste dall'articolo 24 ovvero per conto di soggetti diversi dagli offerenti; 2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; 4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero; 5) trasmissione di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore; 6) mancata comunicazione dell'avvenuto esercizio, da parte dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'articolo 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell'articolo 25 ; 7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera a); 8) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità”.

Particolare attenzione viene dedicata agli investitori non professionali, anche detti investitori *retail*, che, oltre alla “tutela della propria eventuale posizione di soci di minoranza, all’obbligo di comunicazione di eventuali patti parasociali da parte della società che richiede i fondi ed alla possibilità di *exit*, hanno il cd. diritto di ripensamento”¹¹⁹, ossia “il diritto di recesso, immotivato e senza spesa, entro 7 giorni dall’ordine di adesione (*ad nutum*) ed il diritto di revoca dell’investimento se, durante l’offerta, intervengono fatti nuovi o errori materiali¹²⁰”. Inoltre, il comma 2-*quater* dell’articolo 24 dispone che gli investitori non professionali, in possesso di determinati requisiti¹²¹, hanno la facoltà di sottoscrivere obbligazioni e titoli di debito.

Dunque, la *ratio* per cui il gestore deve verificare la sussistenza di una serie di requisiti, ai fini dell’ammissione dell’offerta nel portale, consiste nel permettere che gli investitori, prima di sottoscrivere un ordine su una piattaforma, effettuino “un percorso di investimento consapevole da cui risulti la presa visione delle informazioni e la comprensione delle caratteristiche e dei rischi dell’investimento”¹²².

Alla luce delle considerazioni sin qui esposte, si può affermare che le disposizioni della Consob hanno come primario interesse quello di garantire che l’investitore sia adeguatamente informato sui gestori di portali e sulle caratteristiche ed i rischi delle offerte.

1.3.2 Uniformazione delle fonti: quadro normativo europeo

Il quadro normativo europeo, con la sua genesi ed evoluzione, affonda le sue radici nel Piano d’azione per la creazione di un Mercato Unico dei Capitali, emanato dalla Commissione europea nel 2015¹²³. L’adozione del Piano d’azione ha costituito

¹¹⁹ R. DE LUCA, “*Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015, pp. 17 ss.

¹²⁰ CONSOB-CNDCEC, “*L’equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*”, in *Position Papers*, n. 6, 2016, cit., p. 15.

¹²¹ Così “ a) investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro; b) investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in un’offerta, nonché dichiarano per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l’impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all’impegno o all’investimento previsto; c) investitori non professionali che effettuano l’investimento nell’ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti”.

¹²² CONSOB-CNDCEC, “*L’equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*”, in *Position Papers*, n. 6, 2016, cit., p. 15.

¹²³ COMMISSIONE EUROPEA, “*Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali*”, 2015, eurlex.europa.eu/legal.

una svolta fondamentale, in particolar modo, nello stabilire le linee guida per le misure chiave che sarebbero state implementate a livello europeo, negli anni successivi, in ambito di *crowdfunding*. Tali misure, nello specifico, hanno favorito una crescita della competitività delle imprese europee a livello globale, hanno promosso l'emergere di canali di finanziamento alternativi al credito bancario, hanno assicurato una maggiore tutela degli investitori e una maggiore stabilità del sistema finanziario europeo¹²⁴.

Un'ulteriore peculiarità, inoltre, introdotta con l'Unione dei mercati di capitali, è la creazione di un mercato unico per tutti gli Stati membri, “senza ostacoli agli investimenti transfrontalieri all'interno dell'Unione, che potrà essere in grado di attirare investimenti provenienti da tutto il mondo, rafforzando così la competitività dell'Eurozona”¹²⁵.

In seguito all'adozione del Piano d'azione per la creazione di un Mercato unico dei capitali, il legislatore europeo ha intrapreso iniziative legislative volte a istituire un quadro normativo unico, suscettibile di applicazione uniforme in tutti gli Stati membri. Tuttavia, sebbene il legislatore abbia stabilito, attraverso numerosi interventi, una disciplina chiara e coerente per tutti gli Stati, il rischio di *free riding* da parte dei singoli ordinamenti persiste, con conseguenze significative sulla concorrenza, dato “che giurisdizioni più permissive possono beneficiare di vantaggi competitivi a danno di altre più rigorose”¹²⁶. Al fine di evitare una disparità tra giurisdizioni, si ritiene pertanto necessario sottoporre a una medesima disciplina coloro che concorrono a finanziare le attività produttive e per fare ciò, una parte della dottrina sostiene che è necessario abolire “gli ambiti di attuazione discrezionale della regolamentazione da parte dei singoli Stati e le differenze nelle modalità di supervisione e di *enforcement*”¹²⁷.

In tema di *crowdfunding*, mancando una regolamentazione *ad hoc*, dato che il Regolamento ECSP è rivolto esclusivamente ai modelli di *equity* e *lending*, le disposizioni dettate dal legislatore europeo sono molteplici e la loro applicazione dipende sostanzialmente dalla discrezionalità normativa concessa alle autorità

¹²⁴ D. SICLARI, “European capital markets union e ordinamento nazionale”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2016, 4, pp. 481 ss.

¹²⁵ V. nota *supra*.

¹²⁶ V. nota 124.

¹²⁷ Osserva il Presidente della Consob, G. VEGAS, nell’“Incontro annuale con il mercato finanziario. Discorso del Presidente”, Milano, 11 maggio 2015, 24-25.

nazionali. Infatti, nonostante ci sia stato un “intenso processo di armonizzazione e unificazione, le differenze tra ordinamenti europei rimangono significative ed il *corpus* normativo comunitario resta ancora lacunoso e muto su numerosi aspetti rilevanti”¹²⁸. Come sostenuto, ulteriormente, dalla dottrina, nonostante si tratti di un fenomeno globale caratterizzato da assoluta atterritorialità, si riscontrano ancora notevoli difficoltà applicative a causa delle diverse normative nazionali¹²⁹.

1.3.2.1 Storia normativa e criticità

L’evoluzione dell’ordinamento comunitario finanziario vede il suo compiersi con l’approvazione di direttive e regolamenti che riducono la discrezionalità delle autorità nazionali, espandendo il campo di applicazione della regolazione comunitaria. In merito, si ritiene opportuno presentare tre interventi del legislatore europeo che hanno caratterizzato il percorso legislativo comunitario: (i) il Regolamento Prospetto; (ii) le direttive MiFID, MiFID II e MiFIR; (iii) la direttiva PSD II.

Il Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo, cd. “Regolamento Prospetto”, relativo al “prospetto da pubblicare per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato”, è entrato in vigore il 21 luglio 2019 ed ha abrogato e sostituito la Direttiva 2003/71CE, denominata “Direttiva Prospetto”. L’introduzione del Regolamento Prospetto si inserisce nel contesto del processo di unificazione dei mercati dei capitali (*Capital Markets Union*)¹³⁰, infatti “nel solco di questo processo, il Regolamento Prospetto costituisce un ulteriore tassello volto ad assicurare una maggiore omogeneità delle regole applicabili nei diversi Stati membri, al fine di aiutare le imprese a raccogliere capitali da fonti di finanziamento differenti all’interno dell’Unione Europea e rendere più efficiente il funzionamento dei mercati”¹³¹.

La scelta effettuata dal Parlamento Europeo di adottare un regolamento, anziché una direttiva, rappresenta la prima delle significative innovazioni introdotte dal legislatore;

¹²⁸ E. MACCHIAVELLO, “La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell’evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell’investment-based crowdfunding in Europa”, in *Banca Impresa Società*, 2, 2016, p. 286.

¹²⁹ G. GITTI, “Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1, 2020, p. 16.

¹³⁰ Commissione europea, “Piano di azione per la creazione dell’Unione dei mercati dei capitali”, 2015.

¹³¹ G. FOTI, F. NAPOLI, “Il nuovo Regolamento Prospetto e le disposizioni di adeguamento della Consob. Due passi in avanti ... e uno indietro?”, in *DirittoBancario.it*, settembre 2019, pp. 1 ss.

difatti, in precedenza, si riteneva che il principale limite della Direttiva Prospetto fosse rappresentato dall'ampliamento del margine di discrezionalità, che comportava divergenze durante il processo di recepimento della direttiva nelle legislazioni dei singoli Stati membri. Tuttavia, sebbene l'approvazione del Regolamento Prospetto abbia limitato tale discrezionalità in capo alle Autorità nazionali, secondo parte della dottrina, il legislatore ha erroneamente lasciato alcuni ambiti in cui le autorità possono prevedere una disciplina nazionale, portando, inevitabilmente, i singoli Stati ad adottare regolamentazioni differenti¹³².

La seconda novità introdotta dal Regolamento concerne la nota di sintesi, il cui contenuto e formato sono stati revisionati per renderla più breve e di facile accesso e comprensione agli investitori. Difatti dai "considerando" del Regolamento emergono chiaramente le caratteristiche che la nota di sintesi deve possedere, tra le quali: essere un'utile fonte di informazioni per gli investitori¹³³, presentare i rischi specifici che l'emittente ritiene di maggiore rilevanza per l'investitore¹³⁴, essere breve, semplice e di facile comprensione per chi investe¹³⁵ e, infine, essere pertinente al documento contenente le informazioni chiave¹³⁶ di cui al regolamento (UE) n. 1286/2014 del Parlamento Europeo¹³⁷, detto anche KID (*Key Information Document*).

In tale prospettiva, il Regolamento ha stabilito dei criteri per la predisposizione dei fattori di rischio, al fine di consentire agli investitori di identificare più agevolmente i rischi maggiormente significativi. In merito alla questione, l'ESMA¹³⁸ ha emanato delle linee guida relative ai fattori di rischio¹³⁹, le quali, sebbene non ancora formalmente adottate, sono destinate a chiarire tali criteri e a uniformare la prassi delle autorità competenti dei Stati membri¹⁴⁰. In tali linee guida, l'ESMA precisa che la valutazione dei fattori di rischio si deve effettuare secondo tre criteri essenziali e

¹³² G. FOTI, F. NAPOLI, op. cit., pp. 2 ss.

¹³³ Considerando 28, REGOLAMENTO (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, 14 giugno 2017.

¹³⁴ Considerando 29, REGOLAMENTO (UE) 2017/1129, cit.

¹³⁵ Considerando 30, REGOLAMENTO (UE) 2017/1129, cit.

¹³⁶ Considerando 32, REGOLAMENTO (UE) 2017/1129, cit.

¹³⁷ Regolamento (UE) n. 2014/1286.

¹³⁸ *European Securities and Markets Authority* - Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

¹³⁹ Cfr. "ESMA Guidelines on risk factors under the Prospectus Regulation", *final Report* pubblicato il 29 marzo 2019.

¹⁴⁰ Cfr. G. FOTI, F. NAPOLI, "Il nuovo Regolamento Prospetto e le disposizioni di adeguamento della Consob. Due passi in avanti ... e uno indietro?", in *DirittoBancario.it*, settembre 2019, p. 3.

cumulativi: specificità, materialità e coerenza con le altre parti del prospetto; la conformità dei fattori di rischio a tali criteri deve emergere dall’informativa fornita¹⁴¹. In considerazione delle precedenti considerazioni, si evince che la semplificazione dei contenuti e dei processi relativi al prospetto si realizza mediante l’influenza sulle modalità di presentazione delle informazioni, l’affermazione dei principi di “specificità” e “proporzionalità” e la semplificazione di alcune sue parti, quali la nota di sintesi e l’esposizione dei fattori di rischio¹⁴².

Recentemente, il Regolamento (UE) 2021/337¹⁴³ ha apportato modifiche a una sezione del Regolamento Prospetto, riguardante il prospetto UE della ripresa e gli adeguamenti mirati per gli intermediari finanziari.

Un ulteriore intervento, di cruciale rilevanza per l’ordinamento comunitario finanziario, è stato attuato con l’introduzione della disciplina dei mercati finanziari, mediante le direttive di seguito esposte, MiFID, MiFID II e MiFIR.

La direttiva 2004/39/CE¹⁴⁴, cd. MiFID¹⁴⁵, trattante la disciplina dei mercati degli strumenti finanziari, è stata adottata con la motivata esigenza di sviluppare un mercato finanziario europeo che favorisca la competitività e l’integrazione tra i vari Paesi membri. Nello specifico, la direttiva ha istituito la consulenza in materia di investimenti, che consente agli investitori di essere affiancati da un consulente finanziario, al fine di valutare e analizzare l’adeguatezza di un determinato investimento nel contesto di mercato.

Inoltre, al fine di garantire l’adeguata consapevolezza dell’investitore, la MiFID impone agli intermediari di fornire informazioni chiare e trasparenti riguardo ai costi dei servizi offerti, alle caratteristiche degli strumenti finanziari proposti e alla gestione dei prodotti. Inoltre, la MiFID statuisce due principi regolatori del comportamento delle imprese di investimento: il primo, enunciato nel comma 1 dell’articolo 19 della Direttiva¹⁴⁶, prevede che queste agiscano in modo onesto, equo e professionale per

¹⁴¹ Cfr. E. BELLINI, “Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario”, in *Diritto Societario*, 4, 2019, p. 857.

¹⁴² Cfr. E. BELLINI, “Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario”, in *Diritto Societario*, 4, 2019, p. 852.

¹⁴³ REGOLAMENTO (UE) 2021/337 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 16 febbraio 2021.

¹⁴⁴ DIRETTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 aprile 2004.

¹⁴⁵ *Markets in financial instruments directive*.

¹⁴⁶ V. nota 144.

servire al meglio l'interesse dei clienti; il secondo, indicato nel comma 2 del medesimo articolo, richiede che tutte le informazioni fornite dalle imprese di investimento a clienti o potenziali clienti siano essere corrette, chiare e prive di elementi che possano risultare fuorvianti.

La Direttiva MiFID ha regolato i mercati finanziari europei a partire dal 31 gennaio 2007 fino al 2 gennaio 2018; dal 3 gennaio 2018 è entrata in vigore la Direttiva 2014/65/UE (MiFID II)¹⁴⁷ che, insieme al Regolamento UE n. 600/2014 (MiFIR)¹⁴⁸, ha sostituito la precedente regolamentazione¹⁴⁹. Come si presenterà nel paragrafo seguente, nel marzo del 2024 sono state apportate significative modifiche sia alla MiFID II che al MiFIR con l'entrata in vigore, rispettivamente, della Direttiva (UE) 2024/790¹⁵⁰ e del Regolamento (UE) 2024/791¹⁵¹.

Il duplice intervento del Parlamento Europeo mira a chiarire alcuni aspetti del mercato finanziario, promuovendo la trasparenza e la tutela del singolo investitore.

In ambito di trasparenza, la MiFID II ha contribuito, ad esempio, all'abolizione delle *dark pool*, ossia mercati privati che consentono agli investitori di gestire ampi pacchetti di azioni senza la necessità di divulgare in anticipo tutte le informazioni solitamente diffuse nei mercati regolamentati pubblici. Ha introdotto, inoltre, un sistema di identificazione dei rischi basato su principi rigidi, introducendo nuovi obblighi per gli istituti, che sono tenuti a fornire agli investitori aggiornamenti dettagliati sulla maggior parte delle operazioni. Più precisamente, l'articolo 24 della direttiva MiFID II al paragrafo 4 prevede che siano “fornite tempestivamente informazioni appropriate sull'impresa di investimento e i relativi servizi, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi e oneri relativi”¹⁵².

Le piattaforme di *crowdfunding* che pongono in essere operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari sono soggette alle prescrizioni contenute nella Direttiva MiFID II e pertanto, come previsto dall'articolo 5¹⁵³, al fine di ottenere la qualifica di impresa

¹⁴⁷ DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014.

¹⁴⁸ REGOLAMENTO (UE) n. 600/2014, cit.

¹⁴⁹ www.consob.it

¹⁵⁰ Testo firmato il 28 febbraio 2024, entrato in vigore l'8 marzo 2024.

¹⁵¹ Testo firmato il 28 febbraio 2024, entrato in vigore il 28 marzo 2024.

¹⁵² V. art. 24, p. 4, DIRETTIVA 2014/65/UE.

¹⁵³ L'art. 5 MiFID II dispone che “Ciascuno Stato membro prescrive che la prestazione di servizi e/o l'esercizio di attività di investimento come occupazione o attività abituale a titolo professionale sia

di investimento sarà necessario ottenere un'autorizzazione preventiva dall'autorità competente dello Stato membro d'origine.

Tuttavia, l'obiettivo della direttiva MiFID II e del Regolamento MiFIR, che si presentava come un traguardo di notevole ambizione, è stato in gran parte disatteso; questo perché, dinanzi a regole chiaramente delineate e trasparenti, le singole Autorità competenti, nei confronti delle loro disposizioni, hanno adottato un approccio confuso. Per questi motivi, a partire dal 28 febbraio 2022 sono entrati in vigore nei singoli Stati membri la Direttiva 2021/338, che modifica la Direttiva MiFID II, e il Regolamento (UE) 2021/337, che modifica il Regolamento Prospetto.

Per quanto concerne la Direttiva 2021/338, la stessa interviene sugli obblighi informativi, la *governance* del prodotto e i limiti di posizione. Le recenti misure adottate sono volte a sostenere la ripresa del mercato mediante l'implementazione di modifiche mirate nei servizi finanziari e l'introduzione di misure meticolosamente calibrate, considerate efficaci per mitigare le difficoltà economiche.

Per quanto riguarda, invece, il Regolamento 2021/337, questo interviene a modifica del prospetto UE della ripresa e della disciplina degli intermediari finanziari. L'obiettivo principale di tale iniziativa è facilitare una rapida ricapitalizzazione delle imprese nell'Unione e consentire agli emittenti di attingere ai mercati pubblici in una fase precoce del processo di ripresa economica¹⁵⁴.

Un'ulteriore fonte che si ritiene opportuno trattare è la Direttiva 2015/2366/UE¹⁵⁵, cosiddetta PSD II – *Directive on Payment Services II*, relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno. La presente normativa si applica nel caso in cui la piattaforma svolga attività di raccolta e trasferimento di fondi, presentandosi pertanto come

soggetta ad autorizzazione preventiva ai sensi del presente capo. L'autorizzazione è rilasciata dall'autorità competente dello Stato membro d'origine designata a norma dell'articolo 67”.

¹⁵⁴ “*Ripresa mercati dei capitali: in GU UE le modifiche a MiFID II e Regolamento Prospetto*”, in DirittoBancario.it.

¹⁵⁵ DIRETTIVA (UE) 2015/2366 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 25 novembre 2015.

servizio di pagamento¹⁵⁶ all'interno dell'Unione¹⁵⁷. La Direttiva mira a modernizzare il quadro legislativo del mercato europeo dei pagamenti al dettaglio, promuovendo lo sviluppo di sistemi di pagamento elettronico sicuri, efficienti e innovativi per i consumatori, le imprese e gli esercenti. Nello specifico, nel contesto delle novità introdotte, si evidenzia l'implementazione di procedure di sicurezza avanzate per l'accesso al conto *online*, ai pagamenti elettronici e ai nuovi servizi di pagamento nell'area *e-commerce* e del mercato *online* dalle banche e da nuovi operatori di mercato¹⁵⁸.

1.3.2.2 Direttiva (UE) 2024/790 relativa ai mercati degli strumenti finanziari

La direttiva (UE) 2024/790, entrata in vigore l'8 marzo 2024, ha apportato alcune modifiche sostanziali alla direttiva MiFID II, tanto che diversi esperti del settore l'hanno rinominata "MiFID III". Gli Stati membri sono tenuti a mettere in vigore le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva entro il 29 settembre 2025.

Gli obiettivi della Direttiva, come emerge dal considerando n. 16 della stessa, mirano a perfezionare la trasparenza dei mercati degli strumenti finanziari e a rafforzare la competitività internazionale dei mercati dei capitali dell'Unione Europea.

¹⁵⁶ L'Allegato della PSD II li elenca:

1. Servizi che permettono di depositare il contante su un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento.
2. Servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento.
3. Esecuzione di operazioni di pagamento, incluso il trasferimento di fondi, su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell'utente o presso un altro prestatore di servizi di pagamento:
 - a) esecuzione di addebiti diretti, inclusi addebiti diretti *una tantum*;
 - b) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o analogo dispositivo;
 - c) esecuzione di bonifici, inclusi ordini permanenti.
4. Esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utente di servizi di pagamento:
 - a) esecuzione di addebiti diretti, inclusi addebiti diretti *una tantum*;
 - b) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento analogo dispositivo;
 - c) esecuzione di bonifici, inclusi ordini permanenti.
5. Emissione di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento.
6. Rimessa di denaro.
7. Servizi di disposizione di ordine di pagamento.
8. Servizi di informazione sui conti.

¹⁵⁷ Art. 2, paragrafo 1, Direttiva (UE) 2015/2366.

¹⁵⁸ www.ABI.it, in sistemi di pagamento - direttiva europea sui servizi di pagamento.

Nello specifico, si riportano tre modifiche ritenute sostanziali:

- i) lo sviluppo di un sistema di “pubblicazione consolidata”, che consente di raccogliere dati centralizzati per diverse attività finanziarie e, includendo i mercati degli strumenti finanziari negoziati in diverse sedi di negoziazione, permetterà agli investitori, sia professionali che *retail*, di avere accesso a informazioni chiave come il prezzo, il volume e la data delle negoziazioni degli strumenti finanziari;
- ii) un divieto generale sul “pagamento per il flusso di ordini” (cd. PFOF), ovvero “pratica tramite la quale i *brokers* ricevono pagamenti per la trasmissione degli ordini dei clienti a determinate sedi di negoziazione: sarà prevista inoltre la possibilità, per gli Stati membri in cui già esisteva questa pratica, di esentare dal divieto le società di investimento soggette alla loro giurisdizione, a condizione che il pagamento per il flusso di ordini sia consentito solo a clienti ubicati in tale Stato membro”¹⁵⁹; in ogni caso, tale pratica dovrà essere gradualmente eliminata da qui al 30 giugno 2026.
- iii) il miglioramento delle norme sulla trasparenza relativamente ai derivati su merci, volte ad una maggiore solidità dei relativi mercati.

Quanto illustrato costituisce solo una parte delle modifiche che interessano i mercati degli strumenti finanziari a partire da settembre 2025. La piena comprensione dell’impatto di tali riforme potrà avvenire solo sulla base di un’attenta osservazione del loro sviluppo e della loro applicazione nel tempo e, pertanto, le effettive implicazioni di tali cambiamenti potranno essere valutate solo a seguito della loro completa operatività e del consolidarsi delle nuove dinamiche di mercato.

1.3.2.3 Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese

Il quadro normativo formatosi dal susseguirsi dei diversi provvedimenti sopra ricordati ha subito un’ulteriore evoluzione, dal punto di vista sia formale che di contenuti, per effetto dell’adozione del Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, della normativa delegata e

¹⁵⁹ “MIFIR e MIFID II: in GU UE le modifiche per la trasparenza dei dati di mercato”, in dirittobancario.it, 2024

di attuazione europea¹⁶⁰, e della sua attuazione in Italia attraverso il decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30 e la connessa regolamentazione secondaria emanata dalle autorità di vigilanza nazionali¹⁶¹.

Nello specifico, il 7 ottobre 2020 il Parlamento europeo ha emanato il Regolamento (UE) 2020/1503, cd. Regolamento ECSP, poi pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea il 20 ottobre 2020, frutto della reazione legislativa al sottosviluppo del mercato europeo del *crowdfunding*, la cui principale causa è stata individuata nella mancata armonizzazione dei quadri normativi nazionali dei diversi Stati membri¹⁶².

Il regolamento in oggetto è entrato in applicazione a partire dal 10 novembre 2021. Prevede un regime transitorio, in base al quale, a seguito dell'ulteriore proroga concessa dalla Commissione europea tramite proprio atto delegato¹⁶³: “(i) i fornitori di servizi di *crowdfunding*, autorizzati prima del 10 novembre 2021 alla stregua della normativa nazionale previgente al Regolamento stesso, potranno continuare a prestare i servizi di *crowdfunding* fino al 10 novembre 2023 (o fino al rilascio di un'autorizzazione ai sensi del Regolamento medesimo, se tale data è anteriore), purché la domanda di re-autorizzazione sia presentata entro il 1° ottobre 2022; (ii) i fornitori di servizi di *crowdfunding*, autorizzati dopo il 10 novembre 2021 secondo le procedure nazionali, potranno continuare a prestare i servizi di *crowdfunding* fino al 10 novembre 2022”¹⁶⁴.

¹⁶⁰ Il regolamento (UE) 2020/1503 contiene numerose deleghe normative aventi per oggetto l'emanazione, da parte della Commissione su proposta dell'EBA e dell'ESMA, di norme tecniche di regolamentazione (*regulatory technical standards*) o di attuazione (*implementing technical standards*). Questi provvedimenti possono essere consultati attraverso il *Register of delegated and implementing acts*.

¹⁶¹ A.V. GUCCIONE, “L'equity crowdfunding delle piccole-medie imprese”, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 3, 2024, p. 1353/I.

¹⁶² F. URBANI, “Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari”, in *Rivista delle Società*, 1, 1 febbraio 2021, pp. 195 ss.

¹⁶³ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/1988 DELLA COMMISSIONE del 12 luglio 2022 che estende il periodo transitorio per continuare a fornire servizi di *crowdfunding* conformemente al diritto nazionale di cui all'articolo 48, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio.

V. Cons. 4) “A causa dell'elevato rischio di perturbazioni del mercato è pertanto opportuno estendere di 12 mesi, fino al 10 novembre 2023, il periodo transitorio di cui all'articolo 48, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2020/1503 per concedere alle piattaforme di *crowdfunding* che operano a norma del diritto nazionale e alle autorità competenti tempo sufficiente per adeguarsi al nuovo regime”.

¹⁶⁴ Schema di decreto legislativo, recante “Attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il Regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937”, www.governo.it.

Inoltre, al fine di dare piena attuazione alle disposizioni contenute nel Regolamento ECSP, si sono resi necessari determinati interventi di modifica al TUF, con l'obiettivo di identificare, tra le altre cose, le autorità nazionali competenti per il rilascio delle autorizzazioni necessarie per la gestione dei portali e per l'esercizio delle funzioni di vigilanza sul mercato e sui fornitori di servizi di *crowdfunding*, nonché per definirne il relativo riparto di competenze. Invero, con l'adozione del Regolamento ECSP e la Direttiva (UE) 2020/1504¹⁶⁵, il legislatore ha introdotto “un regime normativo unico per i prestatori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e si tratta di un'autorizzazione con passaporto europeo che consente ai fornitori di servizi di *crowdfunding* con vocazione transnazionale di operare nell'ambito tutti gli Stati membri”¹⁶⁶.

La disposizione che disciplina l'operato dei fornitori di servizi di *crowdfunding* è reperibile nell'art. 4-*sexies* TUF che, in luogo del precedente registro dei gestori previsto dall'abrogato art. 50-*quinquies* TUF, statuisce che la “Consob, sentita la Banca d'Italia, autorizza i fornitori di servizi di *crowdfunding* ai sensi dell'articolo 12 del regolamento (UE) 2020/1503 e revoca, sentita la Banca d'Italia, l'autorizzazione ai sensi dell'articolo 17 del regolamento (UE) 2020/1503”¹⁶⁷ sia per l'esercizio dell'attività c.d. *lending-based* che per quella c.d. *equity-based*. Per quanto riguarda le deleghe ricevute e i singoli doveri della Consob e della Banca d'Italia si rimanda al §3.3.1.

La nuova normativa, oltre a introdurre un passaporto *cross-border*, introduce una disciplina volta a garantire una tutela adeguata agli utilizzatori di tali servizi, esentandoli, entro determinati limiti quantitativi (ammontare dell'offerta non superiore ai 5 milioni di euro nel corso dei dodici mesi) dall'applicazione della normativa sull'appello al pubblico risparmio. La normativa si basa sulla figura centrale del fornitore di servizi, persona giuridica stabilita sul territorio dell'Unione che abbia ottenuto la specifica autorizzazione, che si interpone tra il “titolare di progetti”, che mira a reperire fondi per mezzo della piattaforma, e il pubblico degli investitori. Quanto alle tipologie di servizi offerti tramite i portali, come sopra accennato, può

¹⁶⁵ DIRETTIVA (UE) 2020/1504 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020 che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

¹⁶⁶ M. PELLEGRINO, “L'adeguamento al regolamento UE relativo ai fornitori di servizi di *crowdfunding*”, in *Ius Societario*, iusgiuffre.it, maggio 2023.

¹⁶⁷ Art. 4-*sexies* TUF.

trattarsi esclusivamente di *equity crowdfunding*, cioè di offerta di strumenti di capitale di rischio, oppure di offerte riguardanti la conclusione di accordi di prestito, *lending based crowdfunding*)¹⁶⁸. Per quanto concerne la prima categoria, si intendono incluse tutte le tipologie di valori mobiliari, come definiti dalla MiFID II, nonché le quote di società a responsabilità limitata, in conformità con la deroga prevista¹⁶⁹.

In conclusione, si può constatare che, il Regolamento ECSP entra a far parte dei documenti, tra cui MiFIR e MiFID II, che hanno contribuito e contribuiscono alla realizzazione di un Mercato Unico dei Capitali, a cui ha dato il via il Piano di Azione¹⁷⁰ emanato dalla Commissione europea nel 2015.

1.4 Intervento e ruolo delle autorità coinvolte

La particolare attenzione di cui è fatta oggetto la finanza, all'interno dell'ordinamento europeo, da parte del Parlamento, del Consiglio e delle diverse autorità si manifesta attraverso un sistema e un'attività di vigilanza sugli Stati membri. Quest'ultima si articola in due segmenti: la regolamentazione e la supervisione. La prima annovera accanto alla normazione primaria che, nei sistemi democratici, è prerogativa del Parlamento; la seconda "consiste in un'attività di controllo volta ad accertare che la regolamentazione è effettivamente applicata da coloro cui è diretta, a valutare se gli obiettivi delle norme sono conseguiti o conseguibili, a gestire l'uscita di scena degli intermediari che non sono più in grado di stare sul mercato o che hanno violato le norme in maniera tale da non essere più ritenuti affidabili"¹⁷¹.

Al fine di garantire l'efficacia di tale attività di controllo, è necessario che, tra i Paesi appartenenti all'Unione Europea, vi siano un coordinamento e una cooperazione effettivi, che tendano verso un assetto accentrato di scelte e decisioni comuni, basate su nuove regole e nuove istituzioni. Queste ultime sono rappresentate dal Sistema

¹⁶⁸ M. PERRINO, "Appunti sul *lending based crowdfunding* nel reg UE 2020/1503", in *Banca impresa società*, n. 1, aprile 2022.

¹⁶⁹ E. RIGHINI, "La disciplina del finanziamento dell'impresa sociale nella normativa italiana", in *Giurisprudenza commerciale*, n. 6, 2024, p. 1319/I.

¹⁷⁰ COMMISSIONE EUROPEA, "Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali", 2015, eurlex.europa.eu/legal.

¹⁷¹ M. SARCINELLI, "La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci", in *Moneta e Credito*, vol. 62, nn. 245-248, 2009, p. 148.

europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF), istituito tra tutti gli Stati membri, e dall'Unione bancaria¹⁷², creata tra gli Stati appartenenti all'eurozona.

1.4.1 Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)

L'emergere della crisi finanziaria del 2008 “ha reso evidente l'esigenza di rafforzare l'azione di vigilanza attraverso un sistema di regole comuni e la creazione di nuovi organi, con l'obiettivo di assicurare la stabilità finanziaria, ripristinare la fiducia e offrire un maggiore livello di tutela ai cittadini europei”¹⁷³. In tale prospettiva, è stato in primo luogo consolidato il c.d. *Single rulebook*, ossia un insieme unico di norme prudenziali armonizzate, di natura sia legislativa sia non legislativa, che si applicano, in gran parte, direttamente negli Stati membri senza necessità di recepimento. In secondo luogo, è stato istituito, nel 2010, il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (SEVIF)¹⁷⁴ ed è stata creata l'Unione bancaria, alla quale appartengono tutti i Paesi dell'eurozona, sebbene la partecipazione possa estendersi anche ai Paesi la cui valuta non è l'euro attraverso un meccanismo definito di “cooperazione stretta”.

Il SEVIF “è un sistema di agenzie dell'UE che mira a garantire una vigilanza finanziaria microprudenziale e macroprudenziale coerente e uniforme all'interno dell'Unione europea”¹⁷⁵. Il sistema in esame è composto dal Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board, ESRB*), organismo deputato alla vigilanza macroprudenziale; da tre autorità dotate di personalità giuridica¹⁷⁶ incaricate di vigilare nei tre principali settori: l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority, EBA*), l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority, EIOPA*), l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority, ESMA*) e, infine, dalle autorità di vigilanza nazionali (cfr. §1.4.2).

¹⁷² L'unione bancaria si articola in due pilastri: Meccanismo di vigilanza unico (MVU), Meccanismo di risoluzione unico (*Single Resolution Mechanism, SRM*).

¹⁷³ Documento della Camera dei deputati – Ufficio Rapporti con l'Unione europea, “*Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria e l'Unione bancaria*”, 19 dicembre 2023.

¹⁷⁴ Noto nella lingua inglese come *European System of Financial Supervision (ESFS)*.

¹⁷⁵ K.G. SPITZER, M. SABOL, “*Sistema europeo di vigilanza finanziaria*”, in *Note tematiche sull'Unione europea*, 2025, www.europarl.europa.eu.

¹⁷⁶ COMMISSIONE EUROPEA, “*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities and Markets Authority*”, 23 september 2009, COM(2009) 503 *final*, art. 3(1).

L'obiettivo primario del Sistema consiste nel garantire che gli Stati membri adottino in modo adeguato le norme applicabili al settore finanziario, al fine di preservare la stabilità finanziaria e promuovere la fiducia dei consumatori, fornendo loro una tutela adeguata. Ulteriori finalità includono lo sviluppo di una cultura di vigilanza comune e la promozione di un mercato unico finanziario europeo¹⁷⁷.

È opportuno evidenziare che il SEVIF è soggetto a un processo di evoluzione continua, a causa dei cambiamenti che si verificano nel contesto in cui opera, quali, a titolo esemplificativo, l'introduzione dell'Unione bancaria¹⁷⁸, l'intento di sviluppare un'unione dei mercati dei capitali e il recesso dall'Unione europea del Regno Unito¹⁷⁹. Infine, una delle ragioni che ha indotto il legislatore europeo a sviluppare il SEVIF risale alla crisi finanziaria, la quale ha mostrato l'influenza che i singoli partecipanti possono esercitare sulla stabilità dei mercati finanziari e come i mercati siano fra loro strettamente collegati. Infatti, dopo la crisi, è diventato piuttosto evidente che il sistema finanziario deve essere considerato nella sua intera complessità, perché la supervisione delle banche non è sufficiente a prevenire l'insieme dei rischi che mette in pericolo un sistema finanziario.¹⁸⁰ A tal proposito è stato istituito l'*European Systemic Risk Board*, "un organismo *ad hoc* incaricato della vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario dell'Unione Europea come pure della prevenzione e della mitigazione del rischio sistemico"¹⁸¹. La vigilanza microprudenziale è assicurata dall'EBA,

¹⁷⁷ R. PARENTI, "Sistema europeo di vigilanza finanziaria", in *Note sintetiche sull'Unione Europea*, 2021, pp.1 ss., www.europarl.europa.eu.

¹⁷⁸ V. nota 170 su Unione bancaria.

¹⁷⁹ Si riporta di seguito la base giuridica del SEVIF: (I) articolo 114 e articolo 127, paragrafo 6, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea; (II) regolamento (UE) n.1093/2010, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), quale modificato dalla normativa successiva; (III) regolamento (UE) n. 1094/2010, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), quale modificato dalla normativa successiva; (IV) regolamento (UE) n. 1095/2010, del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), quale modificato dalla normativa successiva; (V) regolamento (UE) n. 1092/2010, del 24 novembre 2010, relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico, quale modificato dalla normativa successiva; (VI) regolamento (UE) n. 1096/2010 del Consiglio, del 17 novembre 2010, che conferisce alla Banca centrale europea compiti specifici riguardanti il funzionamento del Comitato europeo per il rischio sistemico.

¹⁸⁰ R. VEIL, "European capital markets law", *Oxford and Portland, Oregon*, HART PUBLISHING, 2017, p. 26.

¹⁸¹ R. PARENTI, "Sistema europeo di vigilanza finanziaria", in *Note sintetiche sull'Unione Europea*, 2021, p. 2, www.europarl.europa.eu.

dall'ESMA e dall'EIOPA rispettivamente sulle banche, mercati dei capitali e assicurazioni.

1.4.1.1 ESRB, EBA, EIOPA, ESMA e autorità di vigilanza nazionali

Il sistema europeo di vigilanza finanziaria, come esposto nel paragrafo precedente, si occupa di vigilanza micro e macroprudenziale. Quest'ultima interviene a tutela del sistema finanziario nel suo insieme, con l'obiettivo di garantire che ogni soggetto agisca con cautela nel momento in cui assume rischi che potrebbero diventare sistemici.

L'*European Systemic Risk Board* (ESRB), introdotto in seguito alla Relazione de Larosière¹⁸² del 2009, che ne raccomandò l'istituzione, e successivamente disciplinato dal regolamento (UE) n. 1092/2010¹⁸³, è deputato alla vigilanza macroprudenziale, così da garantire la stabilità del sistema finanziario europeo. La sua vasta sfera di competenza include quindi gestori patrimoniali, banche, assicurazioni, infrastrutture dei mercati finanziari e altri mercati e istituzioni finanziarie¹⁸⁴.

Nello specifico, la funzione di prevenire e mitigare i rischi sistemici per la stabilità finanziaria alla luce degli sviluppi macroeconomici viene svolta, in primo luogo, raccogliendo e analizzando le informazioni rilevanti per identificare i rischi e, in secondo luogo, emettendo segnalazioni e raccomandazioni per l'adozione di misure in risposta ai rischi individuati e infine, cooperando e coordinando la propria attività con le tre autorità europee di vigilanza (AEV)¹⁸⁵.

In merito al tema del *crowdfunding*, l'ESRB ha di recente pubblicato un *report* nel quale analizza la sinergia tra l'operato delle banche e quello dei nuovi intermediari finanziari. Come riportato nel documento, si deve riconoscere la portata dei cambiamenti strutturali che stanno interessando il sistema bancario europeo e le sfide

¹⁸² J. DE LAROSIÈRE, "The high-level group on financial supervision in the EU", Report, Brussels, 25 febbraio 2009.

¹⁸³ REGOLAMENTO (UE) N. 1092/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 relativo alla vigilanza macroprudenziale del sistema finanziario nell'Unione europea e che istituisce il Comitato europeo per il rischio sistemico.

¹⁸⁴ www.esrb.europa.eu.

¹⁸⁵ EBA, ESMA e EIOPA.

che ne derivano, le quali plasmeranno il futuro di tale sistema e le sue capacità di rispondere ai bisogni finanziari dell'economia reale¹⁸⁶.

Infine, si riporta che l'*European Systemic Risk Board*, non essendo dotato di poteri legislativi giuridicamente vincolanti o di poteri di intervento, funge essenzialmente da organismo di cooperazione tra i membri della Commissione, la Banca centrale europea e le autorità di vigilanza europee e nazionali¹⁸⁷.

Per vigilanza microprudenziale, invece, si intende l'insieme delle attività di supervisione svolte nei confronti dei singoli istituti, quali banche, compagnie di assicurazione o fondi pensione. Questa, all'interno dell'Unione Europea, è svolta da un sistema a più livelli di autorità distinte in funzione del livello di vigilanza, di regolamentazione e dell'ambito settoriale, ossia: da EBA, ESMA e EIOPA rispettivamente per banche, mercati dei capitali e assicurazioni; dal loro Comitato congiunto e dalle autorità nazionali dei singoli Stati membri.

Le tre Autorità europee di vigilanza, cd. AEV, sono agenzie dell'Unione dotate di personalità giuridica, tenute a operare in modo indipendente ed esclusivamente nell'interesse dell'Unione. L'obiettivo condiviso è quello di preservare la stabilità e l'efficacia del sistema finanziario europeo; nello specifico, le tre Autorità si impegnano a garantire un livello di regolamentazione e di vigilanza adeguato, efficace e uniforme; a promuovere la trasparenza, l'efficienza e il regolare funzionamento dei mercati finanziari; ad aumentare la protezione dei consumatori e, infine, a rafforzare il coordinamento internazionale in materia di vigilanza¹⁸⁸.

Le AEV emanano norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, che vengono successivamente adottate dalla Commissione, come atti delegati o di esecuzione, contribuendo così a realizzare un codice unico di norme.

Ogni Autorità, in consultazione con l'ESRB, è tenuta a presentare i criteri per identificare e quantificare il rischio sistemico nel proprio settore di competenza.

¹⁸⁶ T. BECK, S. CECCHETTI, M. GROTHE, M. KEMP, L. PELIZZON, A. SERRANO, "Will video kill the radio star? – Digitalisation and the future of banking", ESRB - *Reports of the Advisory Scientific Committee*, n. 12, gennaio 2022.

¹⁸⁷ R. VEIL, "European capital markets law", Oxford and Portland, Oregon, HART PUBLISHING, 2017, pp. 150-151.

¹⁸⁸ R. PARENTI, "Sistema europeo di vigilanza finanziaria", in *Note sintetiche sull'Unione Europea*, 2021, p. 2.

L'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority*, EBA) è stata istituita nel 2010 con il regolamento (UE) n. 1093¹⁸⁹ al fine di garantire l'attuazione di un *corpus* normativo standardizzato per la regolamentazione e la vigilanza dell'attività bancaria a livello di tutti i Paesi membri. L'obiettivo primario è quello di creare un mercato unico, efficiente, trasparente e stabile per i prodotti bancari dell'Unione¹⁹⁰.

Come statuito nell'articolo 1 paragrafo 3, l'autorità opera “nel settore di attività degli enti creditizi, dei conglomerati finanziari, delle imprese di investimento, degli istituti di pagamento e degli istituti di moneta elettronica”¹⁹¹.

L'EBA, ad esempio, ha divulgato un rapporto finale sui progetti di norme tecniche di regolamentazione (RTS) che indicano le informazioni che i fornitori di servizi di *crowdfunding*, che offrono la gestione individuale del portafoglio di prestiti, sono tenuti a fornire agli investitori riguardo al metodo di valutazione del rischio di credito. Il progetto di RTS specifica anche le politiche, le procedure e le disposizioni organizzative che i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono avere in relazione a qualsiasi fondo di emergenza che possono offrire agli investitori. Queste norme (RTS) sono il primo di due mandati assegnati all'EBA al fine di contribuire a un solido quadro prudenziale e informativo per i fornitori di servizi di *crowdfunding*¹⁹².

Inoltre, l'EBA, per accrescere la stabilità finanziaria e la trasparenza sul territorio europeo, si impegna a fornire la divulgazione centralizzata dei dati di vigilanza sulle banche dell'Unione. Si impegna anche a promuovere la cooperazione tra le autorità nazionali; a costituire un mercato equo e accessibile per i consumatori di prodotti e servizi finanziari e, infine, a fornire un contributo alla creazione di un unico insieme di norme per il settore bancario europeo¹⁹³.

L'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*, EIOPA) è stata istituita

¹⁸⁹ REGOLAMENTO (UE) N. 1093/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità bancaria europea), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/78/CE della Commissione.

¹⁹⁰ Art. 1, paragrafo 5, Regolamento (UE) n. 1093/2010.

¹⁹¹ Art. 1, paragrafo 3, Regolamento (UE) n. 1093/2010.

¹⁹² EBA, “*Final report on draft RTS on individual portfolio management of loans by csp*”, EBA/RTS/2021/11, 12 ottobre 2021.

¹⁹³ european-union.europa.eu.

dal regolamento (UE) n. 1094/2010¹⁹⁴ con la funzione di vigilanza sulle pensioni professionali e sulle assicurazioni.

Recentemente, l'EIOPA ha pubblicato un documento sugli indicatori di rischio *retail*, tenendo come riferimento i dati relativi alle attività di mercato nei diversi Stati membri. Tali indicatori rappresentano un insieme di rapporti e misure che evidenziano le tendenze e identificano i potenziali rischi per i consumatori. Gli indicatori si prefiggono di fornire una valutazione preventiva su come le caratteristiche individuali e i processi di distribuzione dei diversi prodotti assicurativi possano influenzare i consumatori¹⁹⁵.

L'EIOPA è responsabile della stabilità del sistema finanziario; di garantire la trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari e di aiutare a proteggere gli assicurati, gli iscritti ai regimi pensionistici e i beneficiari. Nel settore assicurativo e delle pensioni aziendali e professionali, l'Agenzia mira a tutelare i consumatori, occupandosi di identificare, valutare, mitigare e gestire i rischi e le minacce che pongono a repentaglio la stabilità finanziaria.

L'articolo 8 del Regolamento illustra i compiti dell'Autorità, tra cui si distingue il dovere di contribuire “all'elaborazione di norme e prassi comuni di regolamentazione e vigilanza di elevata qualità, in particolare fornendo pareri alle istituzioni dell'Unione ed elaborando orientamenti, raccomandazioni e progetti di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione basati sugli atti legislativi”¹⁹⁶.

La terza e ultima componente delle Autorità di vigilanza europee è l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority*, ESMA). In base a quanto stabilito dal regolamento (UE) n. 1095/2010¹⁹⁷, l'Agenzia in esame è stata istituita con l'obiettivo di migliorare la protezione degli investitori e promuovere mercati finanziari stabili e ordinati. A partire dal momento della sua istituzione nel gennaio 2011, quale reazione alla crisi finanziaria, l'ESMA si è sempre

¹⁹⁴ REGOLAMENTO (UE) N. 1094/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/79/CE della Commissione.

¹⁹⁵ EIOPA, “*Retail Risk Indicators: methodology update*”, 21/494, 9 dicembre 2021.

¹⁹⁶ Art. 8 lettera a), REGOLAMENTO (UE) n. 1094/2010

¹⁹⁷ REGOLAMENTO (UE) N. 1095/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010 che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

più affermata come un'influenza tecnocratica di rilievo sulla *governance* del mercato finanziario dell'Unione, modellando il comportamento delle imprese e dei regolatori nazionali¹⁹⁸.

L'ESMA persegue tre obiettivi primari. Il primo è la tutela degli investitori: l'Agenzia si adopera affinché le esigenze dei consumatori siano meglio soddisfatte e i loro diritti di investitori siano rafforzati, riconoscendo al contempo le loro responsabilità. Il secondo concerne la promozione della trasparenza, dell'integrità, dell'efficienza e del corretto funzionamento dei mercati finanziari, nonché di una solida infrastruttura di mercato. Il terzo obiettivo si inserisce nell'esigenza di rafforzare il sistema finanziario, in modo che possa resistere al disfacimento degli squilibri finanziari e, simultaneamente, stimolare la crescita economica.

Nell'ambito delle sue competenze rientrano i mercati dei valori mobiliari e i relativi partecipanti, quali scambi, operatori commerciali, fondi.

L'ESMA, in forza della sua competenza esclusiva e diretta, è deputata alla verifica della registrazione e alla vigilanza delle agenzie di *rating* del credito e dei repertori di dati sulle negoziazioni, nonché all'imposizione di sanzioni nei loro confronti. Non solo, è anche responsabile del riconoscimento delle controparti centrali e dei repertori di dati sulle negoziazioni dei paesi terzi, nonché della approvazione delle agenzie di *rating* del credito dei paesi non appartenenti all'Unione europea¹⁹⁹.

L'ESMA, come dichiarato all'interno del proprio programma di lavoro annuale (AWP²⁰⁰) per il 2025, si concentrerà su perseguire i propri obiettivi, ossia “*contribute to develop a meaningful, proportionate and effective single rulebook across ESMA remit. Contribute to making the EU Single Market in financial services deep, efficient, liquid and accessible, in particular to small and medium-sized enterprises, to raise capital. Promote global standards and enhance cooperation and dialogue with international regulatory counterparts*”²⁰¹.

¹⁹⁸ N. MOLONEY, “*The age of ESMA, Governing EU Financial Markets*”, Hart Publishing, 2018, p. 1.

¹⁹⁹ R. PARENTI, “*Sistema europeo di vigilanza finanziaria*”, in *Note sintetiche sull'Unione Europea*, 2021, p. 4.

²⁰⁰ “*Annual work programme*”.

²⁰¹ ESMA, “*ESMA Work Programme 2025*”, *Board of Supervisors, Corporate Information, Management Board*, 1 ottobre 2024, ESMA22-50751485-1488, p. 7, “Contribuire allo sviluppo di un corpus normativo unico significativo, proporzionato ed efficace nell'ambito delle competenze dell'ESMA. Contribuire a rendere il mercato unico dell'UE dei servizi finanziari profondo, efficiente, liquido e accessibile, in particolare alle piccole e medie imprese, per raccogliere capitali. Promuovere standard globali e rafforzare la cooperazione e il dialogo con le controparti normative internazionali” (tdr).

In merito, si ritiene opportuno evidenziare l'impegno dell'ESMA nel rafforzare il suo lavoro di identificazione del rischio e la cooperazione con le Autorità garanti della concorrenza degli Stati membri (ANC) e le autorità pubbliche europee e internazionali, al fine di ottenere, mediante prove di stress per l'identificazione dei rischi, risposte di vigilanza ai rischi per la stabilità finanziaria²⁰².

Inoltre, al fine di garantire la coerenza in materia di vigilanza, è stato istituito il Comitato congiunto delle autorità europee di vigilanza, che è responsabile del coordinamento generale e intersettoriale. Nello specifico, le aree d'intervento del comitato, delineate nei regolamenti delle AEV, riguardano: la contabilità e la revisione dei conti; le tematiche inerenti alla tutela dei consumatori e degli investitori; i prodotti di investimento al dettaglio e i servizi finanziari e lo scambio di informazioni tra l'ESRB e le AEV. Qualora dovessero sorgere controversie tra le tre Autorità, il Comitato congiunto è il responsabile della composizione.

Infine, il quadro delle autorità che tutelano la vigilanza microprudenziale viene completato dalle Autorità di vigilanza nazionali competenti; che vengono designate da ciascuno Stato membro e formano parte del SEVIF.

1.4.2 Banca d'Italia e Consob

Nel solco di quanto demandato dal Regolamento ECSP e, per suo tramite, dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, alle autorità nazionali competenti, si prende ora in esame l'ampio ruolo che la Banca d'Italia e la Consob rivestono in qualità di autorità di vigilanza, preposte alla tutela del sistema finanziario nazionale. Si rimanda invece al paragrafo 3.3.1 per una disamina puntuale delle attribuzioni e delle funzioni che la Banca d'Italia e la Consob sono chiamate a svolgere ai fini della sua integrale esecuzione.

La Banca d'Italia “persegue la sana e prudente gestione degli intermediari, la stabilità complessiva e l'efficienza del sistema finanziario, nonché l'osservanza delle disposizioni che disciplinano la materia da parte dei soggetti vigilati”²⁰³. Con la finalità precipua di tutelare la clientela bancaria e finanziaria, la Banca esercita una funzione di vigilanza volta a garantire il rispetto delle regole di trasparenza e la correttezza dei

²⁰² Cfr. nota *supra*.

²⁰³ Bancaditalia.it.

comportamenti degli intermediari nei confronti di clienti e imprese. A tal fine, la Banca d'Italia svolge compiti di supervisione sugli intermediari, sia bancari sia non bancari, la cui attività è subordinata all'iscrizione in appositi albi²⁰⁴. Difatti l'articolo 106 del Testo Unico Bancario, statuisce che "l'esercizio nei confronti del pubblico dell'attività di concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma è riservato agli intermediari finanziari autorizzati, iscritti in un apposito albo tenuto dalla Banca d'Italia"²⁰⁵.

Il Testo Unico Bancario e il Testo Unico Finanziario conferiscono alla Banca d'Italia anche il potere di regolamentare diversi aspetti attinenti all'attività degli intermediari bancari e finanziari, al fine di garantire stabilità e competitività al sistema finanziario. In data 8 novembre 2016, la Banca d'Italia ha promulgato la delibera n. 584/2016, avente ad oggetto le disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche²⁰⁶.

In particolare, il provvedimento in esame riporta quanto disposto dal comma 2 dell'articolo 11 del TUB²⁰⁷, ossia che "la raccolta del risparmio tra il pubblico è vietata ai soggetti diversi dalle banche", fatte salve le deroghe previste dal comma 4 del medesimo articolo e la raccolta effettuata mediante emissione di strumenti finanziari secondo le modalità e i limiti previsti. Si può dunque asserire che gli atti normativi della Banca d'Italia siano volti a disciplinare i profili essenziali per una gestione sana e prudente degli intermediari, come, ad esempio, l'assetto organizzativo; le modalità di governo dell'impresa; i sistemi per il controllo dei rischi assunti, la trasparenza delle condizioni contrattuali e la correttezza dei comportamenti²⁰⁸.

In ultimo, la Banca d'Italia ha il potere di applicare sanzioni amministrative e, in conformità con la direttiva 2013/36/UE, può irrogare sanzioni amministrative a carattere pecuniario nei confronti di società o enti e applicare, qualora la violazione sia

²⁰⁴ Albi ed elenchi di vigilanza consultabili alla pagina: infostat.bancaditalia.it.

²⁰⁵ Art. 106, TUB.

²⁰⁶ BANCA D'ITALIA, Delibera 584/2016, sez. IX.

²⁰⁷ Art. 11, comma 4, TUB: Il divieto di raccolta del risparmio tra il pubblico non si applica: a) agli Stati comunitari, agli organismi internazionali ai quali aderiscono uno o più Stati comunitari, agli enti pubblici territoriali ai quali la raccolta del risparmio è consentita in base agli ordinamenti nazionali degli Stati comunitari; b) agli Stati terzi ed ai soggetti esteri abilitati da speciali disposizioni del diritto italiano; c) alle società, per la raccolta effettuata ai sensi del codice civile mediante obbligazioni, titoli di debito od altri strumenti finanziari; d) alle altre ipotesi di raccolta espressamente consentite dalla legge, nel rispetto del principio di tutela del risparmio.

²⁰⁸ www.bancaditalia.it.

connotata da scarsa offensività, un ordine al fine di rimuovere le infrazioni entro un termine stabilito.

La Consob, nell'esercizio delle competenze di vigilanza in materia di trasparenza e regole di condotta, mira "a far sì che i soggetti vigilati divulgino nei modi e nei tempi opportuni tutte le informazioni necessarie affinché investitori e analisti possano pervenire ad una compiuta valutazione delle caratteristiche e dei rischi degli investimenti; mira anche ad assicurare che gli operatori tengano comportamenti corretti nei confronti dei propri clienti/investitori"²⁰⁹. Tali competenze sono poste in essere attraverso la vigilanza informativa, regolamentare e ispettiva e, qualora dovesse servire, la vigilanza sanzionatoria.

La vigilanza della Consob non presenta caratteri omogenei, ma utilizza strumenti e persegue obiettivi differenti, a seconda del tipo di soggetti vigilati.

Un nucleo, che si ritiene doveroso approfondire, riguarda gli intermediari "ai quali si applicano norme generali, che hanno ad oggetto gli esponenti aziendali e gli azionisti, nonché l'ampia disciplina delle crisi aziendali, e norme riferibili a specifici soggetti o a determinate attività come la prestazione di servizi di investimento e la gestione collettiva del risparmio"²¹⁰. I macro obiettivi verso cui le istituzioni, deputate alla vigilanza sugli intermediari, devono orientare la propria azione sono definiti dall'art. 5 del TUF: la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; la tutela degli investitori; la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; la competitività del sistema finanziario e l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria (certezza del diritto).

Dall'analisi dei suddetti obiettivi emergono, di conseguenza, gli incarichi che Banca d'Italia e Consob ricoprono e che possono essere idealmente ripartiti in base al criterio della finalità: la Consob è deputata alla vigilanza sugli intermediari al fine di garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, mentre la Banca d'Italia è responsabile dell'assicurazione della sana e prudente condotta degli intermediari finanziari, secondo criteri di redditività e mediante monitoraggio dei rischi nello svolgimento delle diverse attività. Il TUF stabilisce una definizione analitica dei poteri attribuiti a ciascuna Autorità e degli ambiti in cui l'esercizio della vigilanza, di natura

²⁰⁹ www.consob.it

²¹⁰ Cfr. nota *supra*.

regolamentare, deve essere svolto congiuntamente. In alcune circostanze, il potere di approvare norme regolamentari su delega del TUF viene conferito a entrambe le autorità, mentre la vigilanza successiva viene ripartita in base alla prevalenza delle finalità perseguite da una specifica norma. Il TUF stabilisce, infine, un obbligo di collaborazione tra la Consob e la Banca d'Italia in materia di intermediari finanziari, con l'obiettivo di minimizzare i costi per i soggetti sottoposti alla vigilanza. Per tale ragione, le due autorità stipulano protocolli di intesa, uno dei quali ha specificamente ad oggetto il coordinamento dell'esercizio delle funzioni di vigilanza sugli intermediari, limitatamente ai servizi da questi prestati. In conformità con i principi generali del protocollo, la Banca d'Italia e la Consob collaborano in modo coordinato, scambiandosi informazioni rilevanti per quanto di reciproco interesse, e agiscono in modo tale da evitare duplicazioni nell'esercizio delle rispettive attività.

1.5 Cenni comparatistici

Muovendo dall'esigenza di conferire all'analisi un respiro sistematico, si impone il confronto con quegli ordinamenti extra-UE nei quali il fenomeno del *crowdfunding* ha assunto consistenza strutturale, segnatamente la Repubblica Popolare Cinese e gli Stati Uniti. Solo alla luce di esperienze maturate in contesti istituzionali e regolatori profondamente differenti risulta possibile vagliare, con adeguata profondità, la tenuta dell'assetto europeo.

Nell'esperienza statunitense, dove la finanziarizzazione dell'economia e la centralità del mercato dei capitali hanno storicamente plasmato la disciplina degli investimenti, si rinviene un modello marcatamente *disclosure-oriented*, nel quale la protezione dell'investitore è affidata a obblighi informativi graduati, a meccanismi di *safe harbour* e a strumenti di vigilanza *ex post*, sicché il bilanciamento tra libertà d'impresa e tutela del risparmio si realizza, precipuamente, per il tramite della trasparenza e della responsabilizzazione dei soggetti coinvolti. All'opposto, ma non in antitesi, la traiettoria cinese palesa una prevalenza dell'interesse alla stabilità finanziaria e all'ordine dei mercati, che si traduce in presidi autorizzativi intensi, in penetranti poteri amministrativi e in cautele prudenziali idonee a governare, *ex ante*, l'emersione di rischi sistemici. Due modelli, dunque, che, lungi dal contrapporsi, si presentano come paradigmi complementari: l'uno privilegia la circolazione dell'informazione e

l'autoresponsabilità; l'altro presidia l'accesso al mercato mediante filtri pubblici e condizioni ordinarie di esercizio. I paragrafi che seguono, pertanto, non intendono offrire una mera rassegna descrittiva, bensì misurare, *per relationem* ad esperienze esterne, la coerenza sistemica delle scelte europee, onde trarne criteri operativi per l'armonizzazione residua e per la costruzione di un quadro che, senza sacrificare l'innovazione, preservi la fiducia del pubblico risparmio e l'integrità del mercato.

1.5.1 Sviluppo del fenomeno nell'ordinamento giuridico cinese

L'evoluzione del *crowdfunding* in Cina può essere suddivisa in tre distinte fasi. La prima, detta “*Rudimentary stage*” (2011-2013), contraddistinta da un numero esiguo di piattaforme e da una limitata raccolta fondi. La seconda, denominata “*Hyper-growth stage*” (2014-2015), caratterizzata da un incremento significativo della portata delle transazioni e un ampio aumento del numero di piattaforme coinvolte nella raccolta di capitali. La terza, nota come “*Cautious development stage*” (dal 2016 in poi), segnata dalla rigorosa supervisione su tutti i metodi di finanza alternativi, che ha portato una diminuzione del numero delle piattaforme e dei volumi di fondi raccolti. In quest'ultima fase, la maggior parte delle piattaforme di *crowdfunding*, si è trovata ad attendere una disciplina specifica in materia prima di riavviare o espandere la propria attività e questo ha, inevitabilmente, comportato un rallentamento del tasso di crescita del settore²¹¹.

Difatti, sino al 2018 la Repubblica Popolare Cinese ha esercitato un dominio pressoché incontrastato sul mercato globale della finanza alternativa *online*; tuttavia, per effetto congiunto degli sviluppi del mercato e delle sopravvenute evoluzioni normative, il contributo del Paese asiatico ai volumi monetari del *crowdfunding* globale ha subito un repentino ridimensionamento: nel 2019 esso rappresentava il 48% del volume globale, mentre nel 2020 questo valore si è ridotto drasticamente, raggiungendo l'1%. Ne è derivata, in via riflessa, una marcata contrazione del volume complessivo del mercato globale, che ha registrato un decremento del 42% nel 2019 e un ulteriore calo

²¹¹ L. ZHAO, Y. LI, “*Crowdfunding in China: Turmoil of Global Leadership*”, *Advances in crowdfunding*, cap. 12, 2020, p. 274.

del 35% nel 2020, passando da 304,5 miliardi di dollari nel 2018 a 176 miliardi di dollari nel 2019 e 114 miliardi di dollari nel 2020²¹².

Secondo la dottrina tale rallentamento della crescita è dovuto principalmente a causa dei seguenti problemi: i) il carattere immaturo e ancora in fase di sviluppo del contesto politico e giuridico del *crowdfunding* in Cina, ii) la scarsa affidabilità per gli investitori del sistema di credito del *crowdfunding*, iii) la non sufficiente protezione della proprietà intellettuale nei progetti di *crowdfunding*²¹³. A questi punti salienti si deve associare il più generico problema della presenza di malintesi e norme poco chiare circa l'utilizzo delle piattaforme, i rischi e i benefici che incontra il singolo investitore. Di conseguenza, si ritiene che, risolvendo le problematiche sopra citate, il settore del *crowdfunding* cinese possa ritrovare un ruolo di primo piano all'interno del mercato globale.

1.5.1.1 La normativa attuale cinese e le autorità di vigilanza

A causa dell'assenza di normative specifiche per la supervisione del *crowdfunding*, il mercato cinese ha registrato, come sopra esposto, una rapida crescita sin dalla sua nascita nel 2011. Tuttavia, i rischi percepiti come sostanziali costituiscono, per investitori, promotori di progetti e piattaforme di *crowdfunding*, una sfida necessariamente da affrontare²¹⁴. Per questo, al fine di promuovere un ambiente più sicuro per lo sviluppo del settore, la supervisione del mercato cinese si basa su due principi fondamentali: supervisione separata e divulgazione delle informazioni. In termini di vigilanza separata, il *crowdfunding* basato su azioni è regolamentato principalmente dalla *China Securities Regulation Commission* (CSRC). Il *crowdfunding* basato su prestiti è posto sotto la supervisione della *China Banking and Insurance Regulatory Commission* (CBIRC) e della *People's Bank of China*. Al contrario, il *crowdfunding* basato su donazioni e quello basato su ricompense non sono inclusi nel sistema di vigilanza finanziaria perché non forniscono prodotti e servizi finanziari. Inoltre, il *Ministry of Industry and Information Technology* (MIIT), la

²¹² CAMBRIDGE CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE (CCAF), “*The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*”, *University of Cambridge, Judge Business School*, giugno 2021, p. 25.

²¹³ V. nota 211.

²¹⁴ C.C. ZHU, J. HU, “*Internet Financial Regulation and Law Analysis of China*”, in *Green Finance for Sustainable Global Growth*, 2019, pp. 173 ss.

National Development and Reform Commission (NDRC) e commissioni e altri ministeri correlati sono tenuti a partecipare alla supervisione della sicurezza informatica e del sistema di informazione creditizia²¹⁵. Come illustrato nell'ordinamento europeo, così anche nell'ordinamento cinese, la piattaforma di *crowdfunding* funge da intermediario tra gli investitori e i promotori dei progetti ed è, dunque, necessario istituire un sistema di divulgazione delle informazioni sistematico e istituzionalizzato al fine di ridurre l'asimmetria informativa tra queste parti. Sulla base di questi due principi fondamentali, il governo centrale cinese ha emanato una serie di annunci politici per regolamentare il funzionamento dei diversi modelli di *crowdfunding*.

In conclusione, si constata che l'intensificazione delle attività di vigilanza e supervisione da parte delle autorità governative sulle piattaforme digitali ha innescato un'evidente contrazione del numero di operatori di mercato; questo fenomeno si è tradotto in una marcata riduzione della vitalità del settore, con possibili ricadute in termini di innovazione e concorrenza. Tale scenario si configura come un ammonimento di notevole rilevanza per le autorità giurisdizionali e regolamentari europee, impegnate nella supervisione dei mercati digitali. In un contesto in cui si cerca un equilibrio tra la tutela degli interessi pubblici, la garanzia della concorrenza leale e la promozione dell'innovazione, l'esperienza dell'ordinamento cinese suggerisce che un intervento eccessivamente pervasivo può avere conseguenze restrittive sull'ecosistema digitale. Le evoluzioni in ambito europeo saranno pertanto determinanti per comprendere l'efficacia e la proporzionalità del modello regolatorio adottato.

1.5.2 Sviluppo del fenomeno nell'ordinamento giuridico statunitense

La prima normativa sul *crowdfunding* è stata introdotta negli Stati Uniti dal *Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act)*²¹⁶ del 5 aprile 2012. La disciplina americana, così come il Decreto Crescita *bis* in Italia, riguarda esclusivamente l'*equity-based crowdfunding* ed è volta a facilitare l'accesso al capitale per le giovani

²¹⁵ Y. YUAN, L. CHEN, "China Crowdfunding Industry Development Research", Shang Hai Jiao Tong University Press, 2018.

²¹⁶ USA-2012-L-92398, *Law, Act*, 2012-04-05. Di seguito solo "JOBS Act".

imprese, stimolando i finanziamenti alla piccola imprenditoria attraverso l'eliminazione di molte delle restrizioni precedentemente in essere.

L'esigenza di istituire una normativa specifica sul *crowdfunding* è sorta dinanzi ad una crescita rapida ed esponenziale del fenomeno. Infatti, si osserva che nel 2020 il più grande mercato alternativo regionale è stato quello degli Stati Uniti e del Canada, che è passato da 51,87 miliardi di dollari investiti nel 2019 a 73,93 miliardi di dollari nel 2020. Gli Stati Uniti sono, attualmente, il più grande mercato nazionale con 73,62 miliardi di dollari e rappresentano il 65% del volume globale del mercato della finanza alternativa *online*. Un ulteriore dato, alquanto rilevante, riguarda la distribuzione dei complessivi 73,93 miliardi di dollari nel mercato. Nello specifico, gli investimenti sui modelli di *lending-based* sono pari a 70,84 miliardi di dollari; quelli riguardanti i modelli di *equity-based* sono 1,83 miliardi di dollari e, infine, i restanti 1,26 miliardi di dollari allocati nei modelli non basati sugli investimenti²¹⁷. Recentemente, uno studio condotto da *Grandview Research*²¹⁸ ha analizzato l'andamento dell'*equity-based* e *debt-based crowdfunding* negli ultimi cinque anni e ha ipotizzato la tendenza dei prossimi cinque. Partendo dal dato che le piattaforme statunitensi hanno generato circa 372,3 milioni di dollari di ricavi nel 2024, lo studio ha stimato un incremento fino a 928,6 milioni di dollari entro il 2030, con un tasso di crescita annuale del 16,9% dal 2025 al 2030²¹⁹.

1.5.2.1 Il JOBS Act e il ruolo della *Securities and Exchange Commission*

Il *JOBS Act*, firmato dal presidente degli Stati Uniti d'America Barack Obama, è volto a incoraggiare le piccole-medie imprese e le *start-up* a raccogliere fondi attraverso il sistema del *crowdfunding online*²²⁰. Ha, inoltre, contribuito a rivitalizzare il mercato dell'offerta pubblica iniziale, che, negli ultimi anni, ha sofferto l'eccessiva volatilità del mercato e la regolamentazione a taglia unica.

²¹⁷ CAMBRIDGE CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE (CCAF), “*The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*”, *University of Cambridge, Judge Business School*, giugno 2021, p. 25.

²¹⁸ GRANDVIEW RESEARCH, *U.S. Crowdfunding Market Highlights – Market analysis Report*, 2024.

²¹⁹ SHANELID, “*The Complete 2025 Guide to the U.S. Crowdfunding Industry: Market Trends, Platforms, and Regulations*”, 2025.

²²⁰ FOX, L. JEFFREY, “*JOBS Act to jumpstart small business*”, *Nature Publishing Group*, vol. 30, 2012, p. 478.

Nonostante la firma del presidente risalga al 2012, la normativa è stata approvata dalla *Securities and Exchange Commission* (SEC)²²¹ solo alla fine del 2015. Nello specifico, il titolo III del *JOBS Act* ha modificato la sezione IV del *Securities Act* del 1933 e ha introdotto “*a new exemption from registration for Internet-based securities offerings of up to \$1 million over a 12-month period*”²²². Il titolo III è stato adottato con lo scopo di aiutare le piccole imprese in fase di crescita a raccogliere capitali di avviamento su internet. La SEC ha proposto diverse norme ai fini dell’adozione del “Regolamento sul *crowdfunding*” in data 23 ottobre 2013 e ha adottato le norme definitive il 30 ottobre 2015; gli emittenti hanno potuto avvalersi della nuova esenzione a partire dal 16 maggio 2016, data di entrata in vigore delle norme definitive. La SEC ha successivamente modificato l’esenzione il 2 novembre 2020 (con efficacia dal 15 marzo 2021), aumentando il limite dell’offerta di *crowdfunding* a 5 milioni di dollari e ha adeguato alcune soglie previste dai requisiti del Regolamento all’inflazione nel 2017 e nel 2022²²³.

In seguito all’entrata in vigore del *JOBS Act*, la platea di investitori autorizzati a partecipare ai progetti *equity-based* è passata da 8 milioni a 240 milioni. Tale incremento è dato dal fatto che, prima di questa normativa, gli investimenti erano rivolti esclusivamente a coloro che avevano un patrimonio netto pari a 1 milione di dollari. Le nuove regole consentono ai soggetti che hanno un reddito annuale o un patrimonio netto inferiore a 124.000 dollari di investire al massimo il 5% dei loro risparmi, con un limite di investimento annuo di 2.500 dollari. Per quanto riguarda, invece, i soggetti che posseggono un reddito pari o superiore a 124.000 dollari, questi possono investire fino al 10% del loro patrimonio²²⁴.

Inoltre, la normativa *JOBS Act* introduce la disciplina del registro dei portali di finanziamento, per i quali la Commissione prevede un’esenzione dall’obbligo di

²²¹ *The Securities and Exchange Commission (SEC) is an independent agency of the United States federal government, established in response to the Great Depression to protect investors and maintain fair, orderly, and efficient markets. Its primary functions include enforcing laws against market manipulation, regulating the securities industry, and facilitating capital formation. The SEC plays a crucial role in overseeing securities exchanges, securities brokers and dealers, investment advisors, and mutual funds.*

²²² A. HUANG, V. IVANOV, “*Analysis of crowdfunding under the jobs act*”, SEC- *Division of economic and risk analysis*, 2025, “una nuova esenzione dalla registrazione per le offerte di titoli su Internet fino a 1 milione di dollari in un periodo di 12 mesi” (tdr).

²²³ V. SEC *Releases* No. 33-10332 (Mar. 31, 2017) [82 Fed. Reg. 17545 (Apr. 12, 2017)] and No. 33-11098 (Sep. 9, 2022) [87 Fed. Reg. 57394 (Sept. 20, 2022)].

²²⁴ SEC. 302 lett. a), USA- PUBLIC LAW 112–106—APR. 5, 2012.

registrarsi come *broker* o *dealer*, a condizione che “il singolo portale di finanziamento rimanga soggetto all’esame, all’applicazione e ad altri poteri normativi della Commissione; sia un membro di un’associazione nazionale di titoli registrata ai sensi della sezione 15A e, infine, sia soggetto agli altri requisiti previsti dal presente titolo, come la Commissione ritiene appropriato in base a tale regola”²²⁵.

Alla luce delle considerazioni sin qui esposte, si constata che il *JOBS Act* consente agli individui di investire in operazioni di *crowdfunding*, basate su titoli soggetti a determinati limiti di investimento. Inoltre, si rileva che le norme impongono obblighi di divulgazione agli emittenti per determinate informazioni sulla loro attività e sull’offerta di titoli e creano un quadro normativo per i *broker-dealer* e i portali di finanziamento che facilitano le transazioni *crowdfunding*²²⁶.

La *Securities and Exchange Commission* svolge un ruolo essenziale nel mercato, garantendo la protezione agli investitori; mantenendo i mercati equi, ordinati ed efficienti e facilitando la formazione di capitale. La SEC è l’ente federale statunitense deputato alla vigilanza della borsa valori e, in quanto tale, svolge diverse funzioni, tra le quali rilevano: l’interpretazione e la definizione del campo di applicabilità delle leggi federali sui titoli; l’emissione di nuove regole e la modifica di quelle esistenti; la supervisione del controllo dei titoli emessi, degli intermediari, dei consulenti e delle agenzie di *rating*; la sorveglianza sulla regolamentazione dei valori mobiliari, della contabilità e della revisione contabile e, infine, la coordinazione della regolamentazione dei titoli con le autorità federali, statali ed estere.

1.5.2.2 Confronto con l’ordinamento italiano

L’ordinamento giuridico statunitense ha introdotto per primo una normativa sul *crowdfunding*, seguito qualche mese più tardi dall’ordinamento italiano.

Entrambe le normative, *JOBS Act* e Decreto Crescita *bis*, sono dedicate al modello *equity-based*. Tuttavia, il *JOBS Act* non limita il ricorso a questo tipo di finanziamento unicamente ad imprese con determinate caratteristiche, come disposto dal Decreto Crescita *bis* con le *start-up* e le PMI innovative, ma consente l’accesso a tutti i tipi di

²²⁵ SEC. 304, USA- PUBLIC LAW 112-106—APR. 5, 2012.

²²⁶ Reperibile su: sec.gov.

società, salvo le società quotate su mercati regolamentati, società non statunitensi e alcune società non previste per legge.

Un'ulteriore distinzione concerne la segmentazione dell'offerta, infatti, contrariamente a quanto accade nel sistema italiano, nell'ordinamento americano non è previsto che una quota minima dell'offerta sia riservata a investitori istituzionali.

Inoltre, in entrambi gli ordinamenti, l'introduzione di normative ha agevolato gli investimenti in *equity-based*, con la rilevante differenza, però, che negli Stati Uniti sussiste ancora il limite di investimento annuo di 2.500 dollari, che potrebbe non solo costituire un disincentivo, ma anche avere un impatto penalizzante per la folla con patrimonio netto inferiore a 124.000 dollari.

Le autorità preposte alla vigilanza dei mercati bancari e finanziari dei due Paesi svolgono i medesimi compiti. Infatti, così come la Consob, anche la *Securities and Exchange Commission* verifica la trasparenza e la correttezza dei comportamenti degli operatori per la salvaguardia della fiducia e della competitività del sistema finanziario, la tutela degli investitori e l'osservanza delle norme in materia finanziaria²²⁷.

In ultimo, un elemento di discontinuità fra i due modelli riguarda la disciplina degli emittenti di strumenti finanziari. L'ordinamento italiano sembra, infatti, "riprendere la nozione di emittenti di strumenti finanziari contenuta nella MiFID e nella Direttiva Prospetto che presuppone la natura di persona giuridica"²²⁸, di conseguenza le persone fisiche e certe imprese non potrebbero essere emittenti. Tale situazione non si verifica per l'ordinamento statunitense, che, al contrario, include tra gli emittenti anche le persone fisiche.

Un'analisi comparativa dei dati quantitativi relativi al fenomeno del *crowdfunding* nei due diversi contesti ordinamentali non risulta adeguata, in virtù delle notevoli differenze presenti nei due mercati e nei soggetti che vi operano. Diversamente, appare opportuno concludere sottolineando, nuovamente, il percorso di crescita che il fenomeno ha compiuto in entrambi gli ordinamenti, con l'auspicio che le nuove normative possano, sempre più, salvaguardare la fiducia degli investitori e, allo stesso tempo, tutelare gli intermediari e le piccole e medie imprese.

²²⁷ www.consob.it

²²⁸ E.MACCHIAVELLO, "La problematica regolazione del *lending-based crowdfunding* in Italia", in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2018, 1, pp. 91-92.

CAPITOLO 2 ANALISI DEL REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 (ECSP)

2.1 Il Regolamento *European Crowdfunding Service Providers*. – 2.1.1 Percorso e contesto storico del sistema di regolazione UE. – 2.1.2 Entrata in vigore. – 2.2 Obiettivi, finalità del regolamento e ambito di applicazione. – 2.3 Diritti e doveri degli attori. – 2.3.1 Il fornitore di servizi di *crowdfunding*. – 2.3.1.1 Gestione efficace e prudente. – 2.3.1.2 Obblighi di adeguata verifica e gestione individuale di portafogli di prestiti. – 2.3.1.3 Autorizzazione e vigilanza dei fornitori di servizi di *crowdfunding*. – 2.3.1.4 Piano di continuità operativa. – 2.3.2 Tutela dell’investitore. – 2.3.2.1 Informazioni ai clienti e simulazione della capacità di sostenere perdite. – 2.3.2.2 Periodo di riflessione precontrattuale. – 2.3.2.3 Scheda contenente le informazioni chiave sull’investimento. – 2.3.3 Il titolare del progetto. – 2.4 Osservazioni critiche circa il regolamento. – 2.4.1 Le soluzioni alle problematiche sollevate dal *crowdfunding*. – 2.4.2 Responsabilità civile e lacune del regolamento.

2.1 Il Regolamento *European Crowdfunding Service Providers*

In data 7 ottobre 2020, il Parlamento Europeo ha emanato il regolamento UE 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese²²⁹. Si tratta di una regolamentazione *ad hoc* con lo scopo di consentire le operazioni transfrontaliere, note come *cross-border*, mediante l’istituzione di un marchio europeo per le piattaforme di *crowdfunding*, basato sull’investimento e sul prestito. Il regolamento, pertanto, si impegna a promuovere l’espansione dei servizi di *crowdfunding* nel mercato interno, incrementando così l’accesso ai finanziamenti per gli imprenditori, le *start-up*, le imprese in fase di espansione e le PMI in genere²³⁰. Nel corso dell’ultimo decennio, l’istituto ha raggiunto un notevole grado di maturità tecnologica, che lo ha reso un valido strumento per la raccolta di finanziamenti in numerosi Stati. Tuttavia, a causa di uno sviluppo disomogeneo del settore, sono sorti, nel corso degli anni, molteplici regimi regolatori divergenti l’uno dall’altro²³¹.

²²⁹ REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

²³⁰ COMMISSIONE EUROPEA, “*Proposal for a Regulation of the european parliament and of the council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*”, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 113 final 2018/0048 (COD), p.2.

²³¹ G. QUARANTA, “*Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano*”, in *Diritto ed Economia dell’Impresa*, n. 5, G. Giappichelli Editore, 2018, pp. 790 ss.

Per questo motivo, a fronte della priorità della Commissione europea di istituire un'Unione dei mercati dei capitali, il regolamento mira a promuovere un approccio alla tecnologia finanziaria maggiormente orientato all'innovazione, agevolando un quadro normativo che consenta la diffusione di servizi e prodotti finanziari innovativi in tutta l'Unione Europea, in un ambiente sicuro e finanziariamente stabile, sia per gli investitori che per le imprese²³².

Alla luce delle considerazioni sin qui esposte, è possibile affermare che l'esigenza di un nuovo regolamento sul *crowdfunding* sia sorta dall'assenza di un regime unico a livello europeo e dall'esistenza di un quadro giuridico frammentato a livello nazionale. La presenza di questi due fattori, infatti, ha fatto sì che il sistema normativo si presentasse come altamente disincentivante per gli investitori come per i gestori delle piattaforme. I primi sono scoraggiati dall'investire su piattaforme di altri Paesi, data l'incertezza delle norme applicabili per la tutela dei loro diritti. I secondi non sono spinti, per le medesime ragioni di tutela degli investitori, ad offrire i propri servizi al di fuori dello Stato membro in cui sono stabiliti.

La base giuridica del Regolamento è l'articolo 114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea²³³, che consente di poter adottare misure di ravvicinamento delle disposizioni nazionali che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno. Prima dell'entrata in vigore della nuova disciplina, il *crowdfunding* non poteva trarre vantaggio dal mercato interno perché era assente un regime normativo e di vigilanza coerente. Infatti, i quadri, le normative e le interpretazioni divergenti dei modelli di *business* applicati ai singoli fornitori di servizi di *crowdfunding* nell'Unione, ostacolavano il potenziale ampliamento delle attività di raccolta fondi *online* a livello comunitario.

²³² COMMISSIONE EUROPEA, “*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*”, Bruxelles, 8.3.2018, COM(2018) 113 final 2018/0048 (COD), p.3.

²³³ Art. 114, Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea (TFUE), nello specifico comma 1: “Salvo che i trattati non dispongano diversamente, si applicano le disposizioni seguenti per la realizzazione degli obiettivi dell'articolo 26. Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno”.

2.1.1 Percorso e contesto storico del sistema di regolazione UE

La Commissione Europea, negli ultimi anni, ha indirizzato la propria attività di studio e monitoraggio sul settore del *crowdfunding*, riconoscendolo come uno degli strumenti utili per il conseguimento degli obiettivi della *Capital Markets Union*, in particolare con riferimento a quello di ampliare l'accesso a fonti di finanziamento delle PMI²³⁴. Nel 2014 con la comunicazione “*Unleashing the Potential of Crowdfunding*”, la Commissione Europea ha dichiarato per la prima volta “l'impegno della Commissione a supportare il *crowdinvesting*, identificato espressamente come una priorità per stimolare gli investimenti e creare opportunità di lavoro nell'Unione Europea”²³⁵. Nonostante ciò, tramite una comunicazione²³⁶ e un documento di lavoro²³⁷, pubblicati rispettivamente nel 2014 e nel 2016, la Commissione ha sostenuto che in quel momento storico non ci fossero ragioni valide per un intervento a livello europeo. Al contempo, però, i servizi della Commissione hanno proseguito nel loro compito di monitoraggio del mercato e, attraverso la consultazione degli *stakeholders* e di studi esterni, hanno raccolto dati significativi circa gli ostacoli alle operazioni transfrontaliere (cd. *cross-border*) e allo sviluppo del mercato interno. Inoltre, la circostanza per cui il fenomeno del *crowdfunding* non abbia conosciuto un uniforme sviluppo in tutti gli Stati membri ha posto in evidenza la necessità di rendere tale strumento di finanziamento più ampiamente accessibile, a vantaggio sia di chi è alla ricerca di fondi per un progetto, sia degli investitori in tutti i Paesi dell'Unione²³⁸. Per questi motivi la Commissione ha ritenuto opportuno avviare un'iniziativa legislativa mirata a disciplinare l'*equity-based crowdfunding* (detto anche *investment-based*) e il *lending-based crowdfunding*.

²³⁴ E. MACCHIAVELLO, “*La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*”, in *Rivista di Diritto Bancario*, gennaio-marzo 2018, pp. 166 ss.

²³⁵ A. LERRO, “*Crowd Investing Cross Border - Osservazioni alla Proposta di Regolamento Europeo sui fornitori europei di servizi di investment crowdfunding per il business*”, *Whitepaper-Crowdadvisors*, p. 3.

²³⁶ Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, “*Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea*”, COM(2014) 172 final 27 marzo 2014.

²³⁷ *Commission staff working document*, “*Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*”, SWD(2016) 154 final, 3 maggio 2016.

²³⁸ COMMISSIONE EUROPEA, “*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*”, Bruxelles, 8.3.2018 COM(2018) 113 final 2018/0048 (COD), p.2.

Tale scelta si è allineata alla convinzione che il *FinTech*²³⁹ sia uno strumento idoneo a promuovere l'ingresso di nuovi operatori all'interno del mercato finanziario, a stimolare la concorrenza e a ridurre i costi per piccole-medie imprese ed investitori, in linea con gli obiettivi perseguiti dalla *Capital Markets Union*. Nello specifico, il *crowdfunding*, quale valida alternativa al credito bancario, è stato considerato come rispondente agli obiettivi perseguiti dalla *Capital Markets Union* riguardanti il finanziamento dell'innovazione, delle *start-up* e delle società non quotate.

Nel 2015, la Commissione ha pubblicato un "Libro Verde" intitolato "*Building a Capital Markets Union*"²⁴⁰ e ha condotto una consultazione pubblica, all'esito della quale è stato emanato un apposito *Action Plan*²⁴¹, "al fine di individuare le azioni necessarie per migliorare l'accesso ai finanziamenti per tutte le imprese e i progetti infrastrutturali in Europa, aiutare le PMI a reperire finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese, creare un mercato unico per i capitali eliminando gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri nonché diversificare le fonti di finanziamento dell'economia e ridurre il costo della raccolta di capitali"²⁴².

Successivamente, a seguito della Consultazione in materia di *FinTech*²⁴³, la Commissione ha pubblicato un "*Inception impact assessment*"²⁴⁴ relativo alla "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*"²⁴⁵, da cui sono emerse quattro opzioni alternative di regolamentazione.

Una prima opzione consiste nel continuare a condurre studi e favorire la circolazione di *best practices*, mantenendo quindi lo *status quo*. Una seconda possibilità, sulla falsariga della prima, implica forme di *self-regulation* incentivate dalla Commissione; infatti, quest'ultima fissa dei requisiti minimi sulla base dello studio dei regimi nazionali esistenti e delle *best-practices*, a cui gli operatori scelgono di adeguarsi in

²³⁹ "Il termine *Fintech* nasce dalla contrazione di *Finance (Fin)* e *Technology (Tech)*, a indicare le due radici forti a cui fare riferimento. Con l'accezione più ampia del termine si intende un qualunque utilizzo di strumenti digitali applicati in ambito finanziario. In altri casi *Fintech* è utilizzato per indicare solamente le *startup* operanti in tale contesto".

²⁴⁰ Libro Verde, "*Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*", [COM(2015) 63final], Bruxelles, 18 febbraio 2015.

²⁴¹ EUROPEAN COMMISSION, "*Action Plan on Building a Capital Markets Union*", [COM(2015) 468final], Bruxelles, 30 settembre 2015.

²⁴² D. SICLARI, "*European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*", in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 4, 2016.

²⁴³ Per il testo della Consultazione: ec.europa.eu/info/finance-consultations-2017.

²⁴⁴ EUROPEAN COMMISSION, *Inception impact assessment*, "*Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance*", 30 ottobre 2017.

²⁴⁵ Attinente, quindi, ai prestiti ed agli investimenti *online*.

modo volontario e libero, mossi dall'obiettivo di assicurare gli utenti. Nonostante l'apparente linearità, le prime due opzioni considerate non sono sufficienti né a superare le barriere esistenti per l'esercizio di attività *cross-border*, né ad assoggettare ad un regime assimilabile le piattaforme all'interno dell'Unione Europea. Per questo motivo, la terza opzione presentata dalla Commissione "consiste nel ricondurre il fenomeno del *crowdfunding* all'interno delle discipline 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*"²⁴⁶. Le discipline menzionate come possibili normative a cui fare richiamo per la regolamentazione del *crowdfunding* sono quella degli istituti di pagamento e quella dei mercati regolamentati. A questa opzione ne viene assimilata una ulteriore che consiste nell'introdurre una normativa europea *ad hoc* la quale, riprendendo elementi contenuti nelle discipline esistenti, armonizzi la disciplina del *crowdfunding* in Europa. Tuttavia, la dottrina ha evidenziato come non sia corretto equiparare le due ultime opzioni, dal momento che modificare delle normative europee per adattarle al *crowdfunding* consentirebbe sì di superare gli ostacoli giuridici rappresentati dalle legislazioni nazionali ed europee, ma, allo stesso tempo, rischierebbe di agire in maniera disorganica generando sovrapposizioni, lacune e disposizioni poco chiare²⁴⁷. Diversamente, questo scenario non si verificherebbe in presenza di una disciplina specifica che eventualmente riprenda altre discipline già esistenti. Infine, l'ultima opzione considerata prevede invece la possibilità di creare un regime comunitario, basato sulla normativa europea esistente ma proporzionato al settore, al quale le singole piattaforme possono aderire su base volontaria (*opt-in*) per operare in regime di mutuo riconoscimento negli altri Stati membri, mentre le piattaforme operative solo a livello nazionale continuano a essere soggette ai regimi previsti dai singoli Paesi membri.

²⁴⁶ E. MACCHIAVELLO, "La travagliata evoluzione normativa dell'*equity crowdfunding* in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del *crowdfunding* a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?", in *Rivista di Diritto Bancario*, gennaio-marzo 2018, pp. 168 ss.

²⁴⁷ E. MACCHIAVELLO, op. cit., pp. 170 ss.

Riguardo agli effetti che comporterebbe l'adozione di un'iniziativa legislativa di carattere europeo sulla disciplina nazionale, nello specifico italiana, e sui gestori delle piattaforme, è necessario distinguere tra le prime due opzioni e le ultime due. Qualora si optasse per le prime due, il regime normativo italiano rimarrebbe prevalentemente inalterato, con eventuali modifiche marginali per allinearsi ai requisiti minimi stabiliti dalla Commissione. Per converso, l'adozione della terza o della quarta opzione determinerebbe, con elevata probabilità, il venir meno dell'applicazione della normativa italiana in materia di *equity-based*, poiché un adattamento che assumesse tale modello a paradigma darebbe luogo a un impianto connotato da profili diversi rispetto a quello italiano, storicamente imperniato sul servizio di ricezione e trasmissione di ordini.

Attraverso la proposta presentata l'8 marzo 2018²⁴⁸, la Commissione ha formalmente manifestato la propria predilezione per la quarta opzione. Tuttavia, il nuovo Regolamento sul *crowdfunding*²⁴⁹ non prevede un regime opzionale, a cui le piattaforme di *lending-based* (prestiti) o *equity-based* (investimenti in valori mobiliari) possano scegliere di aderire qualora volessero operare *cross-border*, ma si applica a tutte le persone giuridiche che forniscono servizi, a prescindere dal fatto che operino o meno su base transfrontaliera. Ottenuta l'autorizzazione sulla base di tale regime, le piattaforme sono tenute ad adeguarsi, ad ogni modo, anche per le operazioni esclusivamente nazionali, senza che sia necessaria una presenza fisica in un altro Stato membro oltre a quello in cui è stabilita la sede, al fine di poter applicare il sistema europeo²⁵⁰.

La Commissione, nel 2018, ha ritenuto opportuno intervenire per affrontare l'eccessiva varietà di soluzioni regolatorie date al *crowdfunding* nei diversi Paesi; infatti, in alcuni Stati il settore non era minimamente regolato, mentre in altri si riconduceva il fenomeno del *crowdfunding* alle normative esistenti in materia di istituti di pagamento, imprese di investimento e fondi di investimento, in altri ancora si adottava una normativa *ad hoc*. Per questa diversità presente nei singoli ordinamenti,

²⁴⁸ Proposta di regolamento del parlamento europeo e del consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, Bruxelles, 8.3.2018, COM(2018) 113 *final*.

²⁴⁹ REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

²⁵⁰ E. MACCHIAVELLO, "La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di *crowdfunding*", in *Rivista di Diritto Bancario*, marzo 2018.

le piattaforme hanno riscontrato una difficoltà nell'operare *cross-border* e a raggiungere dimensioni atte a permettere economie di scala.

In merito a quanto esposto, la Commissione ha evidenziato, mediante una comunicazione ufficiale del 2018, che l'assenza di un quadro normativo UE comune potrebbe ostacolare significativamente “la capacità dei fornitori di servizi di *crowdfunding* di crescere nel mercato unico, soprattutto a causa di approcci nazionali divergenti”²⁵¹.

Per tale ragione, nel 2019, la Commissione ha ritenuto la proposta di regolamento una misura legislativa necessaria per fornire sostegno alle imprese e agli investitori attraverso regole più chiare e più semplici²⁵².

In conclusione, a seguito di un prolungato confronto sul tema, durato oltre due anni, il 20 ottobre 2020 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea il Regolamento (UE) 2020/1503, che consentirà ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* di operare in tutti gli Stati membri.

2.1.2 Entrata in vigore

Il Regolamento in esame è entrato in vigore il 10 novembre 2021, secondo quanto disposto dall'articolo 51, “il ventesimo giorno successivo alla pubblicazione nella Gazzetta ufficiale dell'Unione europea”²⁵³.

Le nuove norme in materia di *crowdfunding* sono state introdotte dal legislatore europeo tramite lo strumento del regolamento che, ai sensi dell'articolo 288 paragrafo 2 del TFUE, ha portata generale ed è obbligatorio in tutti i suoi elementi e direttamente applicabile in ciascuno dei Paesi membri. Da ciò discende, in via immediata e necessaria, che le disposizioni regolamentari esplicano effetti vincolanti verso tutti coloro che sono tenuti al rispetto del diritto dell'Unione Europea e, pertanto, gli Stati membri non possono emanare provvedimenti interni volti a limitare l'applicazione delle norme del regolamento, né farne un'applicazione incompleta o selettiva. Inoltre, le norme di diritto nazionale in contrasto con la disciplina introdotta dal nuovo Regolamento, devono essere disapplicate.

²⁵¹ COMMISSIONE EUROPEA, “Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo”, 8 marzo 2018.

²⁵² COMMISSIONE EUROPEA, “Unione dei mercati dei capitali: progressi nella creazione del mercato unico dei capitali per un'Unione economica e monetaria forte”, 15 marzo 2019.

²⁵³ Art. 51, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

Con riferimento ai gestori già autorizzati dalle competenti autorità statali e operanti in base al diritto nazionale, viene dato loro tempo per adeguarsi alla nuova normativa, potendo continuare a prestare i propri servizi in conformità al diritto nazionale fino al termine 10 novembre 2022²⁵⁴, prorogato di un anno dal Regolamento delegato (UE) 2022/1988, al 10 novembre 2023²⁵⁵.

Nel considerando 3 del suddetto Regolamento delegato si riporta che “a seguito della valutazione, che teneva conto della consulenza tecnica elaborata dall’ESMA e ricevuta il 19 maggio 2022, la Commissione ha concluso che la proroga di 12 mesi del periodo transitorio è necessaria per evitare perturbazioni nei grandi mercati nazionali del *crowdfunding*. Le perturbazioni sarebbero causate dall’impossibilità per determinate autorità competenti di completare le procedure di autorizzazione entro il 10 novembre 2022, e dall’impossibilità per le piattaforme di *crowdfunding* che operano conformemente al diritto nazionale di adeguarsi in tempo utile a un quadro più completo”²⁵⁶. Pertanto, nel corso di questo periodo transitorio, è data ai Paesi dell’Unione Europea la possibilità di istituire delle procedure speciali, per far sì che i gestori autorizzati ai sensi del diritto nazionale possano convertire le loro autorizzazioni statali in autorizzazioni europee, alla condizione che i gestori soddisfino i requisiti richiesti dal nuovo Regolamento europeo²⁵⁷.

Dunque, dalla sua entrata in vigore, è possibile per le piattaforme autorizzate con sede in Italia effettuare delle raccolte fondi *online* anche in altri Paesi membri specificamente individuati, ma, allo stesso tempo, è consentito alle piattaforme di altri Stati membri effettuare raccolte in Italia. Questo, inevitabilmente, oltre ad aumentare le possibilità di reperimento di fondi per le imprese, incrementa anche la concorrenza per le migliori *start-up* e, di conseguenza, per le piattaforme più capaci di proporre una selezione di investimenti di elevata qualità²⁵⁸.

²⁵⁴ Art. 48, par.1, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁵⁵ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/1988 della commissione del 12 luglio 2022 che estende il periodo transitorio per continuare a fornire servizi di *crowdfunding* conformemente al diritto nazionale di cui all’articolo 48, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio.

²⁵⁶ Considerando 3, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁵⁷ A. CORONA DI GIACOMO, “Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding”, 28 ottobre 2020, e-lex.it.

²⁵⁸ I. FAVA, “Crowdfunding, il nuovo Regolamento Ue: posta in gioco e opportunità”, in *Agenda Digitale dell’Unione Europea* (agendadigitale.eu), 12 ottobre 2020.

2.2 Obiettivi, finalità del regolamento e ambito di applicazione

Il Regolamento in esame presenta come duplice obiettivo quello di agevolare l'accesso delle PMI alla raccolta di capitali presso il pubblico e favorire lo sviluppo dell'attività transfrontaliera delle piattaforme digitali dell'Unione Europea²⁵⁹.

Al fine di promuovere l'erogazione transfrontaliera dei servizi di *crowdfunding* e di agevolare il pieno esercizio della libertà di offrire e ricevere tali servizi nel mercato interno, è necessario rimuovere gli ostacoli che si frappongono al corretto funzionamento e, contestualmente, garantire un livello elevato di tutela degli investitori, stabilendo un quadro normativo a livello di Unione²⁶⁰.

Negli anni, l'assenza di una disciplina unica e omogenea all'interno dell'Unione europea ha rappresentato un rilevante fattore di impedimento alla diffusione del *crowdfunding* nello spazio comunitario. La nuova regolamentazione, per contro, consente di superare questo ostacolo mediante l'introduzione di norme improntate alla trasparenza, idonee a favorire lo sviluppo delle piattaforme operanti nel mercato unico dell'Unione. Gli obiettivi precisi consistono, pertanto, nell'agevolare la raccolta di capitali, nell'ampliare le opportunità di investimento e nell'incentivare la diffusione di pratiche di *crowdfunding* a carattere transnazionale.

Ulteriormente, la disciplina in esame mira ad agevolare gli investimenti diretti e ad evitare “la creazione di possibilità di arbitraggio regolamentare per gli intermediari finanziari disciplinati da altri atti dell'Unione, in particolare dagli atti giuridici dell'Unione in materia di gestori di patrimoni”²⁶¹.

In tale ottica, il Regolamento istituisce un “passaporto europeo” destinato alle piattaforme di *crowdfunding* che intendano operare in uno o più Paesi dell'Unione europea, configurandosi quale “azione regolamentare che uniforma le regole di protezione degli investitori e della gestione dei portali per tutte quelle piattaforme che decideranno di abbandonare la licenza nazionale per ottenere la licenza rilasciata dall'autorità europea per i mercati finanziari (ESMA)”²⁶².

²⁵⁹ U. MINNECI, “*Investment crowdfunding: tra eccesso regolatorio e questioni aperte*”, in L. AMMANNATI, A. CANEPA, G.L. GRECO, U. MINNECI (a cura di), “*Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*”, Giappichelli Editore, 2025.

²⁶⁰ Considerando 7, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁶¹ Considerando 22, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁶² CROWDFUNDING CLOUD, “*Nuovo regolamento UE sul crowdfunding*”, intervista esclusiva a Diego Valiante, www.crowd-funding.cloud, 23/04/2018.

Dunque, il fine della normativa può essere identificato nella creazione per le piattaforme di *crowdfunding*, tanto di investimento quanto di prestito, di un marchio europeo comune idoneo a consentire lo svolgimento di attività transfrontaliere e a favorire, per questa via, l'ampliamento dei servizi di *crowdfunding* offerti nel mercato interno, aumentando così l'accesso ai finanziamenti per gli imprenditori, le *start-up* e le PMI in genere.

Quanto all'ambito di applicazione, il Regolamento si rivolge ai fornitori di servizi di *crowdfunding* così come definiti all'articolo 2, per cui si intende "l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding* che consiste in una delle seguenti attività: i) intermediazione nella concessione di prestiti; ii) collocamento senza impegno irrevocabile di valori mobiliari emessi da titolari di progetti e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti relativi a tali valori mobiliari"²⁶³.

Il Consiglio europeo ha precisato che il nuovo regime comunitario è obbligatorio²⁶⁴, con la conseguenza che qualsiasi operatore, anche se già autorizzato come banca, impresa di investimento o altro intermediario tradizionale, qualora intenda offrire i servizi di *crowdfunding* ricompresi nel Regolamento, è tenuto a munirsi della specifica autorizzazione prevista.

Come già osservato in precedenza, la disciplina introdotta trova applicazione esclusivamente con riferimento alle piattaforme che consentono un ritorno finanziario sull'investimento, ossia le cosiddette tipologie di *crowdinvesting* o *financial-crowdfunding* (*equity-based* e *lending-based*). Le altre forme di *crowdfunding* (*donation-based* e *reward-based*) non sono ricomprese nell'ambito applicativo del Regolamento dato che, non avendo ad oggetto prodotti finanziari e presentando quindi rischi sensibilmente inferiori, si reputa sufficiente la tutela garantita dalla normativa unionale in materia di protezione dei consumatori.

Ulteriormente, restano parimenti esclusi dall'ambito di applicazione del Regolamento i servizi di *crowdfunding* erogati in favore di titolari di progetti qualificabili come consumatori, vale a dire i servizi che si configurano quali prestiti al consumo (cd. *peer-*

²⁶³ Art. 2, par. 1 lett. a), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁶⁴ COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, "Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Amending Regulation", (EU) n. 2017/1129.

to-consumer). Quest'ultimo caso ricade direttamente sotto la disciplina delle direttive, già presenti nell'Unione europea, a riguardi del credito al consumo. Infatti, quest'ultima, pubblicata lo scorso 30 ottobre 2023 sulla Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, dispone all'art. 46 comma 2, che “entro il 20 novembre 2025, la Commissione valuta la necessità di tutelare i consumatori che sottoscrivono prestiti e investono attraverso piattaforme di *crowdfunding*, quali definite all'articolo 2, paragrafo 1, lettera d), del regolamento (UE) 2020/1503, qualora tali piattaforme non agiscano in qualità di creditori o intermediari del credito ma facilitino la concessione di un credito fra consumatori”²⁶⁵. I fornitori di servizi di *crowdfunding* non coperti dal Regolamento ECSP (sia di prestito ai consumatori che di *donation/reward-based*) sono tenuti a “pubblicare sul proprio sito internet e nelle informazioni rese alla clientela l'avvertenza che i servizi offerti non sono soggetti ad autorizzazione o vigilanza da parte della Banca d'Italia o della Consob e agli stessi non si applicano le regole e le tutele previste dal regolamento europeo sui fornitori di servizi di *crowdfunding*”²⁶⁶.

Il Regolamento circoscrive il proprio ambito applicativo mediante la previsione di un limite quantitativo, decretando, all'articolo 1, che la normativa non si applica alle offerte di *crowdfunding* il cui corrispettivo complessivo ecceda l'importo di 5 milioni di euro²⁶⁷, calcolato su un periodo di 12 mesi²⁶⁸. Ne consegue che le offerte che oltrepassino tale soglia non possano essere ammesse alla raccolta sui portali di *crowdfunding*. A tal proposito nel 2018, prima che entrasse in vigore il Regolamento, il Comitato per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo aveva avanzato la proposta di alzare detta soglia massima a 8 milioni di euro. Questo perché alcuni Stati membri erano in possesso di una soglia più elevata e il fine era evitare che un

²⁶⁵ DIRETTIVA (UE) 2023/2225 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE. Pubblicata in Gazzetta Ufficiale in data 30 ottobre 2023, gli Stati membri adottano e pubblicano entro il 20 novembre 2025 le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative necessarie per conformarsi alla presente direttiva. Essi comunicano immediatamente alla Commissione il testo di tali disposizioni. Essi applicano tali disposizioni a decorrere dal 20 novembre 2026

²⁶⁶ E. MACCHIAVELLO, “La regolazione del *crowdfunding* in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di *crowdfunding* operanti in Italia e questioni ancora aperte”, in *Riv. di Diritto Bancario*, fasc. I, sez. I, 2024, pp. 145-146.; V. Art. 100-ter, comma 9, TUF.

²⁶⁷ Articolo 1, par.2 lett. c), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁶⁸ Il citato importo di 5 milioni di Euro rappresenta la soglia utilizzata dalla maggior parte degli Stati Membri per esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, conformemente al Regolamento (UE) 2017/1129 (c.d. Regolamento Prospetto).

limite restrittivo potesse incidere negativamente sulla competitività del Quadro legislativo europeo. A titolo esemplificativo, si rileva che, in Italia il limite massimo era fissato a 5 milioni di euro, mentre in Germania, a fine giugno 2018, la soglia era stata elevata dai precedenti 2,5 milioni a 8 milioni di euro e, a ruota, anche il Regno Unito aveva alzato il tetto massimo da 5 a 8 milioni di euro. A fine luglio anche in Belgio la soglia era stata alzata da 300 mila a 5 milioni di euro.

Per quanto concerne, invece, il limite soggettivo, l'erogazione dei servizi di raccolta fondi può essere fornita esclusivamente da persone giuridiche aventi sede in uno degli Stati membri dell'Unione Europea e debitamente autorizzate in qualità di fornitori, conformemente a quanto disposto dall'articolo 12 del Regolamento.

La disciplina, di recente introduzione, pur presentando taluni profili affini alla normativa italiana, si connota, sotto molteplici aspetti, per un respiro più ampio e trasversale. Per questo motivo, i gestori di portali di *crowdfunding* che rientrano nell'ambito applicativo della regolamentazione ECSP risultano inevitabilmente chiamati ad intraprendere un processo di revisione e di adeguamento, al fine di conformare la propria attività alle disposizioni dettate dal nuovo Regolamento. Ad esempio, un elemento di rilievo che ben evidenzia la differenza tra la normativa europea e quella italiana, è rappresentato dall'estensione dell'ambito di applicazione: mentre, infatti, il Regolamento Consob e le disposizioni del TUF trovano applicazione unicamente nei confronti dei portali di *equity-based crowdfunding* e alle offerte che hanno ad oggetto obbligazioni o altri titoli di debito (cd. *debt crowdfunding*), la normativa europea di cui al Regolamento ECSP, come evidenziato sopra, ha un ambito applicativo più ampio in quanto si applica, oltre che ai fornitori di servizi di *equity-based* e *debt crowdfunding* anche a quelli di *lending-based crowdfunding*, ad esclusione dei servizi relativi a prestiti ai consumatori (*peer-to-peer lending*)²⁶⁹.

Particolarmente innovativo, come si vedrà di seguito, si rivela, nell'ambito del *lending-based*, il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti. Ai sensi dell'articolo 2 del Regolamento, tale servizio consente al fornitore di servizi di *crowdfunding* di stipulare uno specifico accordo con l'investitore-prestatore, in forza del quale il fornitore di servizi, sulla base del mandato conferitogli, può ripartire

²⁶⁹ B. COLOSIMO, A. CORBÒ, "Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del *crowdfunding*", 13 novembre 2020, unlaw.it.

discrezionalmente un importo prestabilito di fondi del prestatore tra una pluralità di progetti presenti sulla piattaforma²⁷⁰. L'*equity-based* non comprende tale attività che è, dunque, destinata a permanere quale servizio di investimento ai sensi della MiFID II, riservato ai soggetti all'uopo autorizzati.

In proposito, il considerando 11 del Regolamento statuisce che, con riguardo al *crowdfunding* basato sul prestito, la normativa “dovrebbe applicarsi ai servizi di *crowdfunding* che consistono nell'agevolazione della concessione di prestiti, che comprende servizi quali la presentazione di offerte di *crowdfunding* ai clienti e la determinazione del prezzo o la valutazione del rischio di credito dei progetti o dei titolari di progetti”²⁷¹. È altresì precisato che la nozione di servizi di *crowdfunding* dovrebbe adattarsi ai diversi modelli d'impresa che permettono di giungere alla conclusione di un accordo di prestito tra uno o più investitori e uno o più titolari di progetti tramite una piattaforma di *crowdfunding*. Nell'ambito di applicazione del Regolamento in esame è possibile includere i prestiti nei quali è presente un obbligo di rimborso all'investitore per un importo concordato di denaro, per cui “le piattaforme di *crowdfunding* basate sul prestito facilitano semplicemente la conclusione, da parte degli investitori e del titolare di progetti, di contratti di prestito senza che il fornitore di servizi agisca in alcun momento come creditore del titolare di progetti”²⁷².

Quanto, invece, al *crowdfunding* basato sull'investimento, di notevole rilevanza è il carattere della trasferibilità, che costituisce un'importante garanzia per gli investitori di poter uscire liberamente dall'investimento poiché offre loro la possibilità di disporre del proprio interesse sui mercati di capitali. “Pertanto, il presente regolamento contempla e permette servizi di *crowdfunding* connessi a valori mobiliari”²⁷³.

Alla luce di quanto emerso sino ad ora, si ritiene opportuno delineare in forma sintetica, ma sistematica, l'ambito applicativo del Regolamento (UE) 2020/1503:

i) esso trova applicazione esclusivamente nei confronti degli operatori di piattaforme di *financial-return crowdfunding* (cd. *crowdinvesting*);

²⁷⁰ Art. 2, par.1 lett. c), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁷¹ Considerando 11, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁷² V. Considerando 11.

²⁷³ Considerando 13, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

- ii) si applica ai gestori che consentono, mediante l'impiego di piattaforme digitali, l'attività di intermediazione e incontro tra l'interesse degli investitori a finanziare e quello dei portatori di progetti a reperire risorse finanziarie;
- iii) non si applica alle offerte di *crowdfunding* di ammontare complessivo superiore a 5 milioni di euro, calcolato su un arco temporale di 12 mesi, computando la somma del corrispettivo totale delle offerte di valori mobiliari e di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*;
- iv) sono esclusi dal suo ambito applicativo i servizi forniti, come facilitazione di prestiti, a portatori di progetti qualificabili come consumatori ai sensi dell'articolo 3(1)a della *Consumer Credit Directive*²⁷⁴, cioè alle persone fisiche che richiedano finanziamenti per esigenze estranee alla propria attività imprenditoriale, commerciale, artigianale o professionale;
- v) non è possibile cumulare la disciplina di cui al Regolamento con l'autorizzazione ad operare servizi di *crowdfunding* rilasciata sulla base di una disciplina nazionale. Infatti nel primo caso, qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* ottenesse l'autorizzazione europea, quella nazionale deve essere revocata. Nel secondo caso, l'impresa di investimento, se desidera offrire servizi di *crowdfunding*, deve farlo sottostando al regime MiFID²⁷⁵

2.3 Diritti e doveri degli attori

Il Regolamento persegue l'obiettivo precipuo di mettere a disposizione degli investitori l'insieme di tutte le informazioni necessarie attinenti al *crowdfunding*, incluse le informazioni sui rischi sottostanti. Per sostenere la fiducia degli investitori, soggetti che, almeno inizialmente, risultano estranei a tali pratiche innovative, la normativa dispone altresì che i fornitori di servizi di *crowdfunding* dispongano delle necessarie garanzie per ridurre nella massima misura possibile la probabilità che si concretizzino tali rischi.

Al fine di ottenere un'interpretazione chiara e corretta della disciplina in esame, occorre focalizzare l'attenzione sul rapporto dialettico che si instaura tra i diritti e i doveri dei diversi attori coinvolti. Infatti, all'esigenza di preservare un elevato livello

²⁷⁴ CONSUMER CREDIT DIRECTIVE (CCD), n.2008/48, art. 3(1)a.

²⁷⁵ E. MACCHIAVELLO, "La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di *crowdfunding*", in *Rivista di Diritto Bancario*, marzo 2018, p. 4.

di tutela per gli investitori, di contenere i rischi insiti nel *crowdfunding* e di garantire un trattamento equo e imparziale a tutti i clienti, corrisponde il dovere dei fornitori di servizi di adottare politiche idonee a garantire che i progetti presenti sulle loro piattaforme siano selezionati secondo criteri professionali, imparziali e trasparenti.

Il Regolamento, sempre nell'ottica di garantire agli investitori un'adeguata tutela, prescrive a carico dei fornitori di servizi di *crowdfunding* l'obbligo di rendere disponibile, oltre alle informazioni attinenti al portale, ai costi, ai rischi finanziari e ai singoli criteri per selezionare i progetti, anche un'informativa chiara, redatta dal soggetto offerente, contenente le informazioni chiave dell'investimento e della singola offerta, così da porre gli investitori in condizione di assumere decisioni di investimento informate, ponderate e consapevoli²⁷⁶.

Per quanto riguarda il contenuto dell'informativa, esso deve rispecchiare le caratteristiche tipiche di ciascuna delle due tipologie disciplinate dal Regolamento, andando a fornire indicazioni specifiche a seconda che l'investitore abbia intenzione di accedere al servizio di *equity-based crowdfunding* o di *lending-based crowdfunding*. I fornitori di servizi di *crowdfunding* possono dotarsi di strumenti di filtraggio che consentano di proporre agli investitori dei progetti basati su parametri specifici o su indicatori di rischio, come, ad esempio, il tipo o il settore di attività commerciale oppure una valutazione del credito. L'esistenza e l'utilizzo di simili strumenti non può in alcun modo essere interpretata come una prestazione di consulenza in materia di investimenti, nella misura in cui essi si limitano a fornire ai clienti informazioni in modo neutrale, senza che ciò costituisca una raccomandazione. Come disposto dal considerando 21 del Regolamento, gli strumenti di valutazione messi a disposizione degli investitori devono basarsi su parametri oggettivi e verificabili, legati alle caratteristiche intrinseche del prodotto offerto. In tale prospettiva, nel contesto di una piattaforma di *crowdfunding*, assumono rilievo criteri predeterminati del progetto, quali il settore economico di riferimento, la tipologia dello strumento utilizzato, il tasso di interesse o la categoria di rischio, purché siano fornite informazioni adeguate circa i metodi di calcolo impiegati. Rientrano, parimenti, tra i criteri oggettivi i principali

²⁷⁶ A. CORONA DI GIACOMO, "Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding", 28 ottobre 2020, e-lex.it.

dati finanziari del progetto, nella misura in cui essi vengano elaborati senza margini di discrezionalità valutativa²⁷⁷.

Inoltre, per garantire un adeguato sistema di controllo e di monitoraggio sull'operatività delle piattaforme, il nuovo quadro regolamentare attribuisce all'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e all'EBA (*European Banking Authority*) un ruolo di coordinamento e di elaborazione di norme tecniche di attuazione, con riferimento particolare alla valutazione del rischio di credito dell'investimento, alla verifica della correttezza dei dati forniti, alla gestione dei conflitti di interesse e delle procedure di reclamo da parte degli investitori²⁷⁸.

È, infine, doveroso porre in evidenza come i fornitori di servizi (anche detti *Crowdfunding Service Providers*) siano uniformemente tenuti al rispetto di una serie di obblighi comportamentali e di requisiti organizzativi ed operativi, concepiti per assicurare un elevato grado di tutela dei diritti degli investitori e, più in generale, la stabilità e l'integrità del mercato; in particolare, essi devono:

- a) agire con correttezza, onestà e professionalità;
- b) accertare in modo specifico e documentato la propensione al rischio del singolo investitore;
- c) adottare politiche e procedure interne idonee a prevenire possibili conflitti di interessi, a consentire continuità aziendale e a salvaguardare l'integrità complessiva del funzionamento del mercato;
- d) generare sistemi di controllo interni che supervisionino i rischi effettivi dei progetti offerti tramite la piattaforma;
- e) svolgere verifiche e attività di *due diligence* adeguate e proporzionate in relazione allo stato giuridico degli emittenti;

²⁷⁷ Considerando 21, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503, “L'esistenza di strumenti di filtraggio su una piattaforma di *crowdfunding* autorizzata a norma del presente regolamento non dovrebbe essere considerata una consulenza in materia di investimenti a norma della direttiva 2014/65/UE nella misura in cui tali strumenti forniscono informazioni ai clienti in maniera neutrale senza che ciò costituisca una raccomandazione. Tali strumenti dovrebbero comprendere quelli che mostrano risultati basati su criteri relativi a caratteristiche meramente oggettive del prodotto. Le caratteristiche oggettive del prodotto nel contesto di una piattaforma di *crowdfunding* potrebbero essere criteri predefiniti del progetto, come il settore economico, lo strumento utilizzato e il tasso d'interesse o la categoria di rischio nei casi in cui vengono fornite informazioni sufficienti concernenti il metodo di calcolo. Analogamente, dovrebbero inoltre essere considerati criteri oggettivi i dati finanziari fondamentali calcolati senza alcun margine discrezionale”.

²⁷⁸ I. FAVA, “*Crowdfunding, il nuovo Regolamento Ue: posta in gioco e opportunità*”, in *Agenda Digitale dell'Unione Europea* (agendadigitale.eu), 12 ottobre 2020.

- f) non proporre operazioni in conflitti di interesse, ossia quelle qualificate come azioni di raccolta in cui l'emittente controlli o detenga una quota pari o maggiore al 20% della piattaforma;
- g) non percepire alcuna remunerazione né trarre vantaggi indebiti dall'indirizzare gli investitori verso una specifica offerta, in modo da assicurare un'effettiva neutralità e trasparenza del processo di intermediazione.

2.3.1 Il fornitore di servizi di *crowdfunding*

Il fornitore di servizi di *crowdfunding*, ai sensi dell'art.2 lett. e), del Regolamento ECSP, deve intendersi quale “persona giuridica che presta servizi di *crowdfunding*” e, in tale veste, chiamata a gestire o ad amministrare una piattaforma di *crowdfunding*, vale a dire un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet²⁷⁹.

La piattaforma digitale si configura quale intermediario tra il proponente del progetto e i sostenitori, costituendo il portale attraverso il quale vengono promosse le campagne di *crowdfunding* si può definire come il luogo virtuale in cui avviene l'incontro tra domanda (finanziatori) e offerta (progetti) di idee *online*.

Essa non può limitarsi a facilitare i pagamenti che dai sostenitori arrivano all'iniziatore del progetto, ma è altresì gravata dall'obbligo di predisporre adeguati meccanismi di controllo volti a prevenire e reprimere condotte fraudolente, fino a giungere, nei casi di accertata irregolarità, a disabilitare le campagne interessate. A tal riguardo, come si vedrà di seguito in modo più approfondito, i fondi raccolti dai sostenitori sono di frequente accantonati in depositi di garanzia, ove rimangono vincolati sino alla conclusione della campagna di raccolta, in modo da assicurare la corretta destinazione delle risorse e la tutela degli investitori²⁸⁰. La piattaforma è, in definitiva, il luogo in cui avviene la raccolta fondi e dove la “folla” (*crowd*) conosce le proposte e decide di finanziarle.

A tal proposito, parte della dottrina ritiene che l'obiettivo delle piattaforme consista nel massimizzare tanto il numero quanto la consistenza economica dei progetti di successo, essendo la remunerazione legata ad una commissione calcolata

²⁷⁹ Art. 2, lett. d), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁸⁰ INTERREG - CENTRAL EUROPE – CROWD-FUND-PORT, “La cassetta degli attrezzi del *crowdfunding* per le PMI”, giugno 2019, p. 9.

sull'ammontare raccolto nelle singole campagne. Ne consegue che la finalità dei fornitori di servizi, tramite le piattaforme, consiste nel riuscire ad ampliare la platea dei proponenti e degli investitori e attrarre progetti di qualità, aumentando, da un lato, il grado di diffusione delle informazioni e, dall'altro, permettendo una ricerca efficace delle possibilità di investimento da parte dei clienti²⁸¹.

Il Regolamento, come anticipato nel paragrafo precedente, dispone in capo ai diversi attori coinvolti nel *crowdfunding* un complesso di obblighi e doveri, i quali trovano applicazione, in maniera specifica, anche nei confronti dei fornitori di servizi, che si configurano pertanto quali destinatari di una disciplina rigorosa finalizzata a garantire un elevato livello di tutela delle parti coinvolte nei rapporti giuridici ed economici instaurati per il tramite delle piattaforme digitali. Tale apparato normativo, ispirato al principio di proporzionalità proprio dell'ordinamento unionale, è ponderato in funzione dei rischi connessi alla tipologia di attività svolta e mira, da un lato, ad assicurare una protezione adeguata agli investitori e, dall'altro, a non gravare i fornitori di servizi con oneri sproporzionati rispetto alla natura e alla dimensione delle operazioni effettuate, garantendo così un equilibrio tra efficienza del mercato e salvaguardia degli interessi degli utenti²⁸².

Al fine di proteggere i clienti da potenziali rischi collegati ai fornitori di servizi, il considerando 25 del Regolamento sancisce che questi ultimi debbano essere assoggettati a stringenti requisiti prudenziali, nonché tenuti a elaborare piani di continuità operativa che affrontino i rischi connessi all'interruzione dell'attività di un fornitore di servizi di *crowdfunding*. Tali piani di continuità operativa dovrebbero includere disposizioni per la gestione delle funzioni critiche riguardo ai prestiti in essere, la notifica ai clienti e il trasferimento delle modalità di custodia delle attività²⁸³ (cfr. §2.3.1.2).

Il considerando 26 precisa ulteriormente che i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovrebbero operare in qualità di intermediari neutrali tra i clienti attivi sulla piattaforma, cosicché, in un'ottica di prevenzione dei conflitti di interesse, ad essi deve

²⁸¹ A. AGRAWAL, C. CATALINI, A. GOLDFARB, "Some simple economics of crowdfunding", *Working Paper 19133*, giugno 2013.

²⁸² Art. 5, Trattato sull'Unione Europea.

²⁸³ Considerando 25, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

essere impedita qualsiasi forma di partecipazione alle offerte di raccolta fondi veicolate attraverso i propri portali²⁸⁴.

In definitiva, il nuovo quadro regolamentare ha portato dei cambiamenti radicali sia per i fornitori di servizi di *lending-crowdfunding* che per quelli di *equity-crowdfunding*.

Con riguardo ai primi, che intermediano finanziamenti diretti tra imprese e investitori, i principali cambiamenti da evidenziare sono:

- la necessità, per poter svolgere l'attività di gestione della piattaforma, di ottenere un'autorizzazione preventiva (tale autorizzazione in precedenza era necessaria esclusivamente per il caso di accesso alla piattaforma di banche e intermediari finanziari nella veste di investitori);
- l'introduzione di una disciplina organica e specifica per l'attività di gestione individuale di portafogli prestiti (cfr. §2.3.1.2);
- l'aumento dei permessi per accedere e far uso della piattaforma, considerato che gli investitori, anche *retail*, possono erogare finanziamenti in maniera professionale e per un ammontare elevato e le imprese possono ricevere finanziamenti fino a 5 milioni di euro.

Quanto ai fornitori di servizi di *equity-based crowdfunding*, le novità di maggior rilievo riguardano:

- la necessità di acquisire una nuova autorizzazione, la quale, per i soggetti già operanti in Italia, è rilasciata in forma semplificata;
- l'ampliamento del novero dei possibili offerenti; con questa modifica si estende a qualunque persona, sia fisica che giuridica con finalità di tipo commerciale o professionale, la possibilità di finanziare un progetto, mentre in precedenza l'elenco degli offerenti autorizzati contemplava esclusivamente le PMI e le *start-up*;
- l'esclusione, dalla categoria degli strumenti finanziari collocabili, delle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio;
- l'introduzione di una restrizione agli investimenti indiretti tramite società veicolo, consentiti soltanto nei casi in cui l'*asset* oggetto dell'offerta sia caratterizzato da illiquidità o indivisibilità;

²⁸⁴ Considerando 26, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

- l'ampliamento della platea degli investitori cui possono essere offerte obbligazioni, compresi i clienti *retail*;
- la possibilità per le piattaforme originariamente dedicate al solo *equity-based* di svolgere anche l'attività di *lending-based crowdfunding*;
- la possibilità che l'attività di intermediazione dei pagamenti possa essere svolta da qualunque soggetto autorizzato, non limitando la possibilità di esercizio alle sole banche o imprese di investimento;
- l'introduzione di una valutazione di appropriatezza "rafforzata" rivolta agli investitori non sofisticati, i quali devono essere sottoposti ad una verifica più approfondita rispetto a quella prevista dal Regolamento Consob e dalla direttiva MiFID II, così da assicurare una maggiore consapevolezza e tutela delle loro scelte allocative²⁸⁵.

Da un'attenta analisi della disciplina emerge con chiarezza come i fornitori di servizi di *crowdfunding* rivestano un ruolo centrale nell'assicurare e consentire il corretto svolgimento delle attività di raccolta fondi *online*, fungendo da garanti della trasparenza e della regolarità delle operazioni. Per questo motivo, l'articolo 3 del Regolamento dispone che i fornitori debbano agire "in modo onesto, equo e professionale nel migliore interesse dei loro clienti"²⁸⁶, imponendo altresì loro di "non pagare né accettare remunerazioni, sconti o benefici non monetari per l'attività di canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta presente sulla loro piattaforma di *crowdfunding*"²⁸⁷ o verso un'offerta presentata su una piattaforma di raccolta fondi *online* di terzi.

Inoltre, al fine di scongiurare che sia il fornitore a scegliere il progetto sul quale il cliente debba investire²⁸⁸, "i fornitori di servizi possono proporre a investitori individuali progetti di *crowdfunding* determinati che corrispondono a uno o più parametri o indicatori di rischio specifici scelti dall'investitore. Qualora l'investitore desideri effettuare un investimento nei progetti di *crowdfunding* proposti, deve

²⁸⁵ R. CARRIERI, "Crowdfunding: come cambia il finanziamento on line con il nuovo regolamento UE", in *IPSOA Quotidiano*, 7 dicembre 2021.

²⁸⁶ Art. 3, par.2, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁸⁷ Art. 3, par.3, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁸⁸ C. BOVINO, "Crowdfunding: accesso più rapido ai finanziamenti per le imprese", in *IPSOA Quotidiano*, 5 novembre 2020.

esaminare e prendere esplicitamente una decisione di investimento in relazione a ciascuna offerta individuale di *crowdfunding*²⁸⁹

Ulteriormente, con lo scopo di garantire una maggior tutela agli investitori, il Regolamento stabilisce, come si è già più volte evidenziato, che i servizi di *crowdfunding* possano essere prestati esclusivamente da persone giuridiche stabilite nell'Unione²⁹⁰ e debitamente autorizzate quali fornitori di servizi di *crowdfunding* ai sensi dell'articolo 12²⁹¹.

Infine, con riguardo ai fornitori che offrono il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti, il legislatore europeo prescrive che essi operino nel rispetto dei parametri previamente indicati dagli investitori e adottino le misure necessarie ad assicurare il miglior risultato possibile per gli stessi. Non solo, i fornitori devono comunicare agli investitori il processo decisionale per l'esecuzione del mandato discrezionale ricevuto²⁹².

Gli obblighi di trasparenza, come approfondito nei paragrafi che seguono, sono da analizzare con attenzione perché centrali nella struttura del regime in esame e strettamente connessi alla funzione di *gatekeepers* che i fornitori di servizi sono destinati a rivestire²⁹³. Tali obblighi si presentano tanto in forma diretta, come responsabilità immediata del fornitore, quanto in forma indiretta, come riflesso di attività poste in essere da soggetti terzi, ma comunque veicolate mediante la piattaforma: entrambi da soddisfare con comunicazioni chiare, corrette e non ingannevoli. I primi, in particolare, devono essere assolti mediante la pubblicazione sul proprio sito, in sede ben visibile e facilmente accessibile, riguardano l'intermediario di per sé, il *crowdfunding* in generale e le caratteristiche peculiari dei servizi offerti, inclusi avvertimenti sui principali rischi (quali, ad esempio, perdita del capitale, liquidità, ecc.), sull'assenza di tradizionali tutele e informazioni su costi e criteri di selezione delle offerte sul portale, differenziati in relazione alla tipologia di

²⁸⁹ Art. 3, par.4, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁹⁰ Considerando 31, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503, “Per garantire un’efficace vigilanza dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, solo le persone giuridiche che hanno una sede effettiva e stabile nell’Unione, oltre alle risorse necessarie, dovrebbero poter chiedere l’autorizzazione in quanto fornitori di servizi di *crowdfunding* a norma del presente regolamento”.

²⁹¹ Si veda il paragrafo 2.3.1.3.

²⁹² Art. 3, par.4, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁹³ “Il *gatekeeper* è un soggetto che funge da importante punto di accesso tra utenti commerciali e consumatori ma allo stesso tempo gode di una posizione dalla quale può dettare regole e creare eventualmente delle distorsioni nell’economia digitale”, così definito nel *Digital Markets Act*.

servizio prestato. Ad esempio, i fornitori che svolgono attività di facilitazione di prestiti sono tenuti a pubblicare annualmente i tassi di *default*, ma gli obblighi informativi aumentano in caso di *pricing/scoring*, dovendo essere resi noti anche i sistemi per il calcolo dei rischi, o di gestione di portafogli di prestiti²⁹⁴.

2.3.1.1 Gestione efficace e prudente

Con riguardo agli obblighi di condotta gravanti sui fornitori di servizi, si stabilisce che l'organo di gestione di un fornitore di servizi di *crowdfunding* “definisce e sorveglia l'applicazione di politiche e procedure adeguate che garantiscano una gestione efficace e prudente, comprese la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse, in modo tale da promuovere l'integrità del mercato e gli interessi dei propri clienti”²⁹⁵.

Il capo II, in particolare, disciplina la prestazione di servizi di *crowdfunding* (articolo 3), la gestione efficace e prudente (articolo 4) e il trattamento dei reclami (articolo 7). In virtù di tali disposizioni, i fornitori di servizi sono tenuti a soddisfare in ogni momento i requisiti organizzativi attinenti alla gestione e, nel contempo, le persone fisiche che si occupano della loro direzione devono possedere competenze adeguate ed esperienze professionali²⁹⁶.

Nello specifico, si richiede che i membri degli organi di amministrazione e di direzione siano in possesso dei requisiti di onorabilità. Spetta, poi, all'ESMA valutare la qualità della gestione, l'organizzazione interna e l'adeguatezza delle procedure predisposte dai potenziali fornitori, al fine di garantire la conformità ai requisiti stabiliti nel presente regolamento.

Sempre in una prospettiva di tutela degli investitori, i gestori delle piattaforme sono tenuti ad adottare politiche e procedure idonee ad assicurare un'effettiva e prudente gestione, comprendenti nello specifico: la continuità e la prevenzione di conflitti di

²⁹⁴ E. MACCHIAVELLO, “*The architecture of the European crowdfunding legal framework and the intermediary role of the crowdfunding service provider for business: a new gatekeeper?*”, V. TROIANO (a cura di), “*Temi e problemi di diritto dell'economia*”, in *Riv. Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n.3, 2023, p. 104.

²⁹⁵ Art. 4, par.1, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

²⁹⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the european parliament and of the council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, Bruxelles, 8.3.2018 COM (2018) 113 final 2018/0048 (COD), p. 10.

interesse; la separazione dei ruoli; i reclami e l'*outsourcing*²⁹⁷. Per evitare possibili conflitti di interesse, il Regolamento nega ai fornitori la possibilità di accettare come titolari di progetti, offerti sulla piattaforma gestita, soggetti che detengano, direttamente o indirettamente, una partecipazione almeno pari al 20% del capitale sociale della società fornitrice, i loro dirigenti o dipendenti, qualsiasi persona fisica o giuridica collegata a tali azionisti, dirigenti o dipendenti da un legame di controllo²⁹⁸. Inoltre, in fase autorizzativa si è scelto di attribuire notevole rilevanza all'aver una gestione prudente ed efficace; infatti, al fine di concedere l'autorizzazione non si richiede al candidato di comunicare il proprio capitale minimo o la propria assicurazione professionale, ma, diversamente, si richiede di presentare gli obblighi informativi (sulla base del modello *KIID*), gli avvertimenti e la disposizione di misure organizzative, al fine di ottenere un'adeguata gestione e una verifica delle informazioni fornite dai portatori di progetti²⁹⁹.

Il paragrafo 2 dell'articolo 4 precisa che, al fine di una gestione efficace e prudente, l'organo governativo di un fornitore di servizi di *crowdfunding* “definisce e sorveglia l'applicazione di sistemi e controlli adeguati a valutare i rischi connessi ai prestiti intermediati sulla piattaforma di *crowdfunding*”³⁰⁰ e, nel caso in cui presti il servizio di gestione individuale dei portafogli di prestiti, assicura di disporre sistemi e controlli idonei per una gestione coerente e trasparente del rischio³⁰¹.

Inoltre, il paragrafo 4 dell'articolo 4 del Regolamento prende in esame il caso in cui un fornitore di servizi stabilisca il prezzo di un'offerta di *crowdfunding*. In tale evenienza, il legislatore unionale impone al fornitore una serie di obblighi volti a garantire che l'investitore possa compiere scelte consapevoli e informate, riducendo i margini di asimmetria informativi, tra i quali: il dover effettuare “prima della presentazione dell'offerta di *crowdfunding*, una ragionevole valutazione del rischio di credito del progetto o del titolare del progetto, considerando anche il rischio che il titolare del progetto non effettui, in caso di prestito, obbligazione o altre forme di titoli

²⁹⁷ E. MACCHIAVELLO, “La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di *crowdfunding*”, in *Rivista di Diritto Bancario*, marzo 2018, p. 5.

²⁹⁸ B. COLOSIMO, A. CORBÒ, “Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del *crowdfunding*”, 13 novembre 2020, unlaw.it.

²⁹⁹ E. MACCHIAVELLO, op. cit., p. 7

³⁰⁰ Art. 4, par. 2, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁰¹ Assicura di disporre anche della modellistica finanziaria in relazione a tale prestazione di servizi ed è conforme alle prescrizioni di cui all'articolo 6, paragrafi da 1 a 3.

di debito, uno o più rimborsi entro la scadenza”³⁰²; l’obbligo di effettuare la valutazione del rischio di credito, di cui alla lettera a), su informazioni sufficienti e di attuare politiche e procedure chiare ed efficaci che gli consentano di valutare il rischio di credito³⁰³.

Un altro aspetto fondamentale della tutela degli investitori da parte dei fornitori è il trattamento di eventuali reclami. Il Regolamento delegato (UE) 2022/2117 della Commissione europea, che integra il Regolamento ECSP per quanto riguarda il trattamento dei reclami, riporta all’articolo 1 che per ‘reclamo’ si intende “una dichiarazione di insoddisfazione rivolta a un fornitore di servizi di *crowdfunding* da uno dei suoi clienti in relazione alla prestazione di servizi di *crowdfunding*”³⁰⁴.

I fornitori di servizi sono tenuti a predisporre procedure efficaci e trasparenti, atte a garantire il trattamento tempestivo e coerente dei reclami presentati dai clienti, provvedendo a rendere pubblicamente accessibili le descrizioni di tali procedure³⁰⁵.

È riconosciuto ai clienti il diritto di presentare gratuitamente e in qualsiasi momento reclami contro i fornitori, mediante l’utilizzo di un modello standard reso disponibile dai gestori della piattaforma³⁰⁶. Il Regolamento, inoltre, impone ai fornitori di svolgere indagini su ciascun reclamo ricevuto in modo tempestivo ed equo, comunicando l’esito delle stesse all’autore del reclamo entro un breve lasso di tempo³⁰⁷.

³⁰² Art. 4, par. 4. let a). REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁰³ Seguono anche: “ d) assicurare che il prezzo sia equo e adeguato, compresi i casi in cui un fornitore di servizi di *crowdfunding* che stabilisce il prezzo dei prestiti faciliti l’uscita per un prestatore prima della data di scadenza di un prestito; e) effettuare una valutazione di ciascun prestito almeno nei seguenti casi: i) al momento dell’emissione del prestito; ii) qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* ritenga improbabile che il titolare del progetto adempia integralmente alle proprie obbligazioni di rimborsare il prestito, senza che il fornitore di servizi di *crowdfunding* attivi eventuali garanzie o adotti altre misure aventi effetto analogo; L 347/14 Gazzetta ufficiale dell’Unione europea 20.10.2020 IT iii) a seguito di un inadempimento; e iv) qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* faciliti l’uscita per un investitore prima della data di scadenza di un prestito; f) disporre e avvalersi di un sistema di gestione dei rischi concepito per garantire la conformità alle prescrizioni di cui alle lettere da a) a e) del presente paragrafo; g) tenere un registro di ciascuna offerta di *crowdfunding* promossa, sufficiente a dimostrare che: i) è stata effettuata, ove richiesto, una valutazione del rischio di credito in conformità delle lettere a) e b) del presente paragrafo; e ii) il prezzo dell’offerta di *crowdfunding* è stato equo e adeguato in linea con il sistema di gestione dei rischi”.

³⁰⁴ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2117 DELLA COMMISSIONE del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i requisiti, i formati standard e le procedure per il trattamento dei reclami.

³⁰⁵ Art. 7, par. 1, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁰⁶ Art. 7, par. 2 e 3. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁰⁷ Art. 7, par. 4. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

Occorre, altresì, evidenziare come i fornitori di servizi siano coadiuvati dall'ESMA, che elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare i requisiti, i formati standard e le procedure per il trattamento dei reclami. Tali progetti sono stati formalmente presentati alla Commissione europea in data 10 novembre 2021 e successivamente sono stati recepiti dalla medesima mediante l'adozione del già richiamato Regolamento delegato del 2022³⁰⁸. Nello specifico, la Commissione, nel dare attuazione alle disposizioni dell'ESMA, ha disposto le procedure relative alla gestione dei reclami, prevedendo un modello standardizzato da utilizzare, l'obbligo di rilascio dell'avviso di ricevimento e della verifica della ricevibilità³⁰⁹, lo svolgimento dell'indagine sul reclamo, nonché la decisione finale e la relativa comunicazione all'autore dello stesso. In particolare, la Commissione dispone che il fornitore di servizi, nell'adottare la propria decisione in ordine a un reclamo, sia “tenuto ad affrontare tutte le questioni sollevate nello stesso e indica i motivi dell'esito dell'indagine. Tale decisione è coerente con eventuali decisioni adottate in precedenza dal fornitore di servizi di *crowdfunding* in relazione a reclami analoghi, salvo che il fornitore di servizi di *crowdfunding* non sia in grado di giustificare il motivo per cui è tratta una conclusione diversa”³¹⁰.

2.3.1.2 Obblighi di adeguata verifica e gestione individuale di portafogli di prestiti

Gli articoli 5 e 6, rispettivamente disciplinanti gli obblighi di adeguata verifica e la gestione individuale di portafogli di prestiti, sono collocati nel capo II del Regolamento e hanno, come i precedenti esaminati, l'intento di statuire dei doveri in capo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* al fine di tutelare gli investitori.

³⁰⁸ “Alla Commissione è delegato il potere di integrare il presente regolamento adottando le norme tecniche di regolamentazione di cui al primo comma del presente paragrafo conformemente agli articoli da 10 a 14 del regolamento (UE) n. 1095/2010.”

³⁰⁹ Art. 3, REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2117, “I fornitori di servizi di *crowdfunding* confermano il ricevimento di un reclamo e informano l'autore in merito alla relativa ricevibilità entro 10 giorni lavorativi dal suo ricevimento. Se un reclamo non soddisfa le condizioni di ricevibilità di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera a), i fornitori di servizi di *crowdfunding* spiegano in modo chiaro all'autore del reclamo i motivi per cui il reclamo è stato respinto in quanto irricevibile. 2. L'avviso di ricevimento del reclamo contiene quanto segue: a) l'identità e i recapiti, compresi l'indirizzo e-mail e il numero di telefono, della persona o del servizio cui gli autori dei reclami possono rivolgersi per qualsiasi domanda relativa al loro reclamo; b) un riferimento al termine di cui all'articolo 1, paragrafo 2, lettera e)”.

³¹⁰ Art. 5, REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2117.

La proposta originaria della Commissione europea non includeva, invero, un obbligo di *due diligence* nei confronti dei titolari dei progetti³¹¹. Dalla valutazione d'impatto che ha accompagnato l'iniziativa legislativa emerge come uno dei principali fattori propulsivi della stessa fosse rappresentato dalla frammentazione dei quadri normativi nazionali in materia di attività di *crowdfunding*, e in particolare dalle difformità concernenti l'imposizione, o meno, di procedure di *due diligence* a carico delle piattaforme. Sebbene i timori diffusi di frodi dirette non si fossero concretizzati, permanevano incertezze sulla preselezione effettuata dalle piattaforme. Tale constatazione trovava conferma nella marcata eterogeneità degli approcci seguiti dai diversi Stati membri. Nel Regno Unito, le piattaforme non erano tenute a seguire una procedura di *due diligence* specifica, ma dovevano comunicare le informazioni ai potenziali finanziatori; in Francia, sussisteva l'obbligo di predeterminare criteri specifici di *due diligence* cui le piattaforme avrebbero dovuto attenersi; in Spagna e in Italia, le piattaforme erano tenute a informare i potenziali finanziatori in merito al processo di *due diligence* da loro seguito³¹². Una simile disomogeneità normativa si traduceva in un ostacolo alla scalabilità dei modelli imprenditoriali, poiché la *due diligence*, al pari di altre procedure di selezione e di controllo, rappresenta una componente essenziale dell'operatività delle piattaforme. È stato altresì rilevato come alcune piattaforme svolgessero, in concreto, attività di *due diligence* di alto livello sui progetti da loro quotati, omettendo tuttavia di divulgarne gli esiti per il timore di azioni legali da parte dei soggetti esclusi³¹³. Ne derivava un quadro complessivo di incertezza e di confusione per gli investitori al dettaglio, con inevitabili ripercussioni negative sulla fiducia. In tale contesto, il Parlamento europeo, nell'ambito della "*Proposal for a regulation of the european parliament and of the council on european Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*"³¹⁴, assunse posizione favorevole

³¹¹ COMMISSIONE EUROPEA, "*Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments*", 2018.

³¹² M. KLAES, EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, "*Identifying Market and Regulatory Obstacles to Cross-border Development of Crowdfunding in the EU*", *Final Report* (EU), 2017.

³¹³ M. LOUISSE, "*Due diligence of project owners*", E. MACCHIAVELLO (a cura di), "*Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary*", Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022, p 106.

³¹⁴ PARLAMENTO E CONSIGLIO EUROPEO, "*Proposal for a regulation of the european parliament and of the council on european Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*", Bruxelles, 8 marzo 2018, COM (2018) 113 *final*, 2018/0048 (COD).

all'introduzione di specifici requisiti di *due diligence* all'interno del Regolamento ECSP, ritenendo tali previsioni impellenti per garantire un elevato grado di tutela degli investitori.

L'articolo 5 del Regolamento ECSP, infatti, dispone che un fornitore di servizi è tenuto ad esercitare, nei confronti dei titolari dei progetti che intendono raccogliere fondi attraverso la piattaforma, un livello minimo di adeguata verifica (*due diligence*)³¹⁵. Affinché tale verifica possa qualificarsi come adeguata, essa deve includere: i) l'accertamento dell'assenza, in capo al titolare del progetto, di precedenti penali relativi a violazioni delle norme nazionali in alcuni settori del diritto³¹⁶; ii) la verifica che il medesimo soggetto non sia stabilito in una giurisdizione riconosciuta come non cooperativa³¹⁷.

Inoltre, i *Crowdfunding Service Providers* sono tenuti a fornire agli investitori, per ciascuna offerta, una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (cd. KIIS - *Key Investor Information Sheet*³¹⁸) redatta dal titolare del progetto e della quale il fornitore è tenuto a verificare esclusivamente la chiarezza e la completezza³¹⁹ (cfr. §2.3.2.3).

I fornitori di servizi devono dunque porre in essere procedure adeguate per verificare la completezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda³²⁰ e, previamente, svolgere apposite verifiche e attività di *due diligence* con riferimento agli emittenti, al fine di accertare l'assenza di condanne rilevanti ovvero di altre caratteristiche che possano qualificare il soggetto come ad alto rischio (anche solo per la giurisdizione a cui appartiene)³²¹.

³¹⁵ Art. 5, par.1, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³¹⁶ “Diritto commerciale, del diritto fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale”.

³¹⁷ “A norma della politica dell'Unione in materia o in un paese terzo considerato ad alto rischio ai sensi dell'articolo 9, paragrafo 2, della Direttiva (UE) 2015/849”.

³¹⁸ Il KIIS contiene, oltre a certe informazioni specificate nell'allegato alla proposta e attinenti all'offerta, costi e spese, rischi, richiedente, la sua attività ed i prodotti offerti, avvertimenti in merito a: la mancanza di controllo o approvazione del KIIS da parte di un'autorità di vigilanza, di garanzie sui depositi o sugli investimenti e di un vero e proprio test di appropriatezza; il rischio di perdita totale delle somme, di illiquidità e di assenza di ritorno economico; l'opportunità di non investire più del 10% del loro patrimonio netto.

³¹⁹ E.MACCHIAVELLO, “*FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*”, in *Mercato concorrenza regole*, 3, dicembre 2019, p. 465.

³²⁰ Art. 23, par. 11. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³²¹ I. FAVA, “*Crowdfunding, il nuovo Regolamento Ue: posta in gioco e opportunità*”, in *Agenda Digitale dell'Unione Europea*, agendadigitale.eu, 12 ottobre 2020.

Per quanto attiene alla gestione individuale di portafogli di prestiti, è possibile affermare che il Regolamento ha introdotto un istituto particolarmente innovativo. Infatti, in base a tale servizio, un fornitore di servizi può stipulare uno specifico accordo con il cliente prestatore di denaro in forza del quale il fornitore potrà ripartire, a fronte di un mandato a lui conferito, un importo prestabilito di fondi del prestatore tra uno o più progetti di *crowdfunding* sulla piattaforma³²². Come statuito dal primo comma dell'articolo 6 “un investitore conferisce il mandato precisando i parametri per prestare tale servizio, che include almeno due dei seguenti criteri: a) il tasso di interesse minimo e massimo applicabile; b) la data di scadenza minima e massima; c) la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio applicabili ai prestiti; e d) ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza”³²³.

Ai sensi dell'articolo 6, paragrafo 7, del Regolamento ECSP, l'Autorità bancaria europea (EBA), in stretta cooperazione con l'ESMA, era tenuta a predisporre progetti di norme tecniche di regolamentazione concernenti gli elementi, le informazioni, le politiche e le procedure ai fini della gestione individuale dei portafogli, entro il 10 novembre 2021³²⁴. Successivamente, la Commissione, con l'adozione del Regolamento delegato (UE) 2022/2118 del 13 luglio 2022, ha recepito le proposte formulate dall'EBA, disciplinando in particolare le informazioni che devono essere comunicate agli investitori relativamente a ciascun portafoglio individuale, nonché le politiche e le procedure da adottare in relazione ai fondi destinati alla copertura dei rischi³²⁵.

Se la maggior parte degli istituti contenuti nel Regolamento disciplinano entrambe le tipologie di *crowdfunding* (*equity* e *lending*), in talune ipotesi, con specifico riguardo

³²² B. COLOSIMO, A. CORBÒ, “Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del *crowdfunding*”, 13 novembre 2020, unlaw.it.

³²³ Art. 6, par. 1. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³²⁴ EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), “*Consultation Paper: Draft Regulatory Technical Standards on Individual Portfolio Management of loans offered by crowdfunding service providers under Art. 6(7) Regulation*”, (UE) 2020/1503, (EBA/CP/2021/22), p. 9.

³²⁵ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2118 della Commissione del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulla gestione individuale di portafogli di prestiti da parte di fornitori di servizi di *crowdfunding*, specificando gli elementi del metodo di valutazione del rischio di credito, le informazioni su ciascun portafoglio individuale da comunicare agli investitori e le politiche e le procedure richieste in relazione ai fondi a copertura dei rischi.

alle regole di condotta imposte ai fornitori in ragione della diversa natura del servizio prestato, si rilevano delle differenze tra servizi *equity-based* e *lending-based*. Nel caso in esame, la gestione individuale di portafogli di prestiti, si tratta di un servizio ascrivibile alla seconda tipologia di *crowdfunding*³²⁶.

Il fenomeno presenta profili simili alla concessione di prestiti effettuata dalle banche; tuttavia, a differenza dell'intermediazione tradizionale, in questo caso l'investitore non procede alla selezione diretta del progetto destinatario dei propri fondi, limitandosi piuttosto a determinare una serie di parametri sulla base dei quali sarà il gestore della piattaforma a curare l'allocazione delle risorse³²⁷.

È dunque legittimo, a questo punto, interrogarsi sulle ragioni che possano indurre un investitore ad avvalersi di questo servizio. La risposta si rinviene nel fatto che la normativa dispone una serie di obblighi in capo ai fornitori che rendono l'investimento sicuro e trasparente nel suo svolgimento. Invero, il fornitore di servizi deve disporre di rigorose procedure, di metodologie interne e avvalersi di dati adeguati, sulla cui base, mediante criteri solidi e ben definiti, e considerando l'insieme dei fattori idonei ad incidere negativamente sulla redditività dei prestiti, esso è tenuto a valutare:

- a) “il rischio di credito dei singoli progetti selezionati per il portafoglio dell'investitore;
- b) il rischio di credito a livello del portafoglio dell'investitore;
- c) il rischio di credito dei titolari di progetti selezionati per il portafoglio dell'investitore, verificando la possibilità che i titolari di progetti adempiano alle proprie obbligazioni nell'ambito del prestito”³²⁸.

Il fornitore di servizi, poi, deve fornire all'investitore una descrizione del metodo utilizzato per le valutazioni di cui alle lettere a), b), c). Parimenti, esso ha l'obbligo di mantenere costantemente aggiornato il cliente, informandolo, ogni qualvolta costui ne faccia richiesta, circa la composizione del portafoglio individuale, con specifico riferimento all'elenco dei singoli prestiti che lo compongono, la loro distribuzione in funzione della categoria di rischio e, qualora sia stata effettuata una valutazione del

³²⁶ Sulla scorta della nozione elaborata dall'EBA nell'*Opinion on lending-based crowdfunding* del 26 febbraio 2015.

³²⁷ A. MANFROI, A. MIORELLI, “*Il nuovo servizio di gestione individuale di portafoglio di prestiti*”, in *Dirittobancario.it*, 17 giugno 2021.

³²⁸ Art. 6, par. 2. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

prestito, la più recente valutazione espressa nonché le motivazioni sottese a tale determinazione³²⁹.

Questi sono alcuni esempi della tutela che il Regolamento appresta in favore dell'investitore, a fronte della presenza di rischi cui questi si espone quando investe in un portafoglio individuale. Tali rischi, infatti, possono derivare da circostanze molteplici, come, ad esempio, la sottovalutazione dei rischi degli investimenti, data dalla presunzione che vi sia un adeguato processo di valutazione di questi per ogni singolo progetto e per ogni singolo prestito presente nel portafoglio³³⁰. Inoltre, non si può trascurare il fatto che, nella generalità dei casi, gli investitori non sono pienamente consapevoli della reale qualità dei mutuatari, atteso che il *crowdfunding* è un servizio destinato al finanziamento di piccole imprese e *start-up* con poca o nessuna storia creditizia.

Al fine di garantire un'adeguata e completa tutela degli investitori, il Regolamento delegato della Commissione³³¹ ha introdotto una serie di prescrizioni di natura tecnica e procedurale, volte a disciplinare in modo analitico gli obblighi gravanti sui fornitori di servizi. Di seguito, a titolo esemplificativo, si riportano gli elementi, di cui all'articolo 10 paragrafo 1, che debbono essere compresi nelle informazioni chiave per ciascun prestito di cui è composto un portafoglio: “a) l'importo del prestito, compreso il saldo in essere più recente; b) la valuta in cui è concesso il prestito; c) il soggetto responsabile della gestione del prestito, compresi la denominazione legale, il numero di registrazione e il luogo di registrazione, la sede legale e i recapiti, e la sua politica di gestione; d) l'identità del titolare del progetto, compresi la denominazione legale, il paese di costituzione e il numero di registrazione, l'indirizzo della sede legale e il sito web aziendale; e) l'assetto proprietario del titolare del progetto; f) la finalità del prestito, con l'aggiunta di una breve descrizione del progetto di *crowdfunding*; g) il tasso di interesse o qualsiasi altra compensazione prevista nel prestito, per ogni anno fino alla scadenza, e se il tasso di interesse o qualsiasi altra compensazione non è direttamente disponibile, il metodo di calcolo; h) la data di scadenza del prestito; i) la pertinente categoria di rischio alla quale è assegnato il prestito in conformità del

³²⁹ Art. 6, par. 4. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³³⁰ A. MANFROI, A. MIORELLI, “*Il nuovo servizio di gestione individuale di portafoglio di prestiti*”, in *Dirittobancario.it*, 17 giugno 2021.

³³¹ V. nota 325.

quadro di gestione del rischio di cui all'articolo 4, paragrafo 4, lettera f), del regolamento (UE) 2020/1503; j) il piano di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi sul prestito; k) il rispetto, da parte del titolare del progetto, del piano di rimborso concordato del prestito, con l'indicazione di eventuali pagamenti arretrati o *default* di cui all'articolo 1, paragrafo 1, del regolamento delegato (UE) 2022/2118 della Commissione; l) la percentuale dell'importo del progetto di *crowdfunding* finanziato dall'investitore mediante il prestito, espressa come rapporto tra: i) l'importo nozionale del prestito; ii) l'importo totale del progetto di *crowdfunding*"³³².

2.3.1.3 Autorizzazione e vigilanza dei fornitori di servizi di *crowdfunding*

Una persona giuridica che intenda prestare servizi di *crowdfunding* è tenuta a presentare, all'autorità competente dello Stato membro in cui è stabilita, la domanda di autorizzazione come fornitore di servizi di *crowdfunding*³³³.

L'ottenimento dell'autorizzazione comporta, per il CSP, il diritto al cd. passaporto europeo, che consente al soggetto di operare legittimamente in tutti i Paesi membri nei quali intenda svolgere l'attività. Parallelamente, anche le imprese possono presentare la domanda di finanziamento di un progetto non più solo nel Paese in cui sono residenti, ma in tutto il territorio dell'Unione Europea³³⁴.

Il legislatore, nell'ottica di favorire il dinamismo transfrontaliero e lo sviluppo dei servizi di *FinTech*, ha individuato quale unico prerequisito per l'estensione dell'attività di una piattaforma in più Stati membri il rilascio dell'autorizzazione da parte dell'Autorità nazionale competente³³⁵. Con specifico riferimento all'ordinamento italiano, il decreto legislativo n. 30 del 10 marzo 2023 di attuazione del Regolamento ECSP ha individuato nella Consob l'autorità responsabile della ricezione delle domande, nonché del rilascio e della revoca dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività, previo parere della Banca d'Italia³³⁶.

³³² Art. 10, par. 1, REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2118.

³³³ Art. 12, par. 1. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³³⁴ R. CARRIERI, "Crowdfunding: come cambia il finanziamento on line con il nuovo regolamento UE", in *IPSOA Quotidiano*, 7 dicembre 2021.

³³⁵ B. COLOSIMO, A. CORBÒ, "Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding", 13 novembre 2020, *unlaw.it*.

³³⁶ Decreto Legislativo del 10 marzo 2023, n. 30, Attuazione del regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, (GU n.71 del 24-3-2023).

Prima di procedere all'analisi dei passaggi che un fornitore deve compiere per ottenere l'autorizzazione, giova premettere che, con l'articolo 12 del Regolamento (procedura autorizzativa), si persegue uno dei principali obiettivi dello stesso, ossia favorire lo sviluppo dell'attività di *crowdfunding* attraverso una rigorosa selezione e una vigilanza accurata dei fornitori di servizi, così da accrescere il grado di fiducia degli investitori verso le piattaforme digitali.

In tale prospettiva, ciascun soggetto che sia interessato a fornire i servizi di *crowdfunding* è tenuto a presentare apposita istanza all'Autorità competente. Questa deve essere corredata da tutte le informazioni prescritte dall'articolo 12, paragrafo 2, tra le quali: la forma giuridica e lo statuto del candidato fornitore; un programma di attività che indichi le tipologie di servizi che questi intende offrire; una descrizione delle procedure per la protezione dei dati e una dei rischi operativi³³⁷.

³³⁷ Art. 12, par. 2, "La domanda di cui al paragrafo 1 comprende tutte le seguenti informazioni:

a) il nome (compresa la denominazione legale e qualsiasi altra denominazione commerciale da utilizzare) del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*, l'indirizzo internet del sito web gestito da tale fornitore e il suo indirizzo fisico; b) la forma giuridica del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; c) lo statuto del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; d) un programma di attività che indichi le tipologie di servizi di *crowdfunding* che il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* intende offrire e la piattaforma di *crowdfunding* che intende gestire, compresi il luogo e le modalità di commercializzazione delle offerte di *crowdfunding*; e) una descrizione dei dispositivi di *governance* e dei meccanismi di controllo interno del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* in modo da garantire l'osservanza del presente regolamento, in particolare delle procedure di gestione del rischio e contabili; f) una descrizione dei sistemi, delle risorse e delle procedure per il controllo e la protezione dei sistemi di trattamento dei dati del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; g) una descrizione dei rischi operativi del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; h) una descrizione dei presidi prudenziali del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* conformemente all'articolo 11; i) la prova del fatto che il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* soddisfa i presidi prudenziali conformemente all'articolo 11; j) una descrizione del piano di continuità operativa del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* che, tenendo conto della natura, della portata e della complessità dei servizi di *crowdfunding* che il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* intende prestare, stabilisce misure e procedure che garantiscono, in caso di fallimento del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*, la continuità della prestazione di servizi essenziali connessi agli investimenti esistenti e la buona amministrazione degli accordi tra il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* e i suoi clienti; k) l'identità delle persone fisiche responsabili della gestione del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; l) la prova del fatto che le persone fisiche di cui alla lettera k) rispondono ai requisiti di onorabilità e possiedono sufficienti conoscenze, competenze ed esperienza per gestire il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; m) una descrizione delle norme interne del potenziale fornitore di servizi di *crowdfunding* per impedire alle persone di cui all'articolo 8, paragrafo 2, primo comma, di partecipare in qualità di titolari di progetti a servizi di *crowdfunding* offerti dal candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; n) una descrizione degli accordi di esternalizzazione del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*; o) una descrizione delle procedure del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* per il trattamento dei reclami dei clienti; p) una conferma dell'intenzione del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* di fornire servizi di pagamento esso stesso o tramite terzi, a norma della direttiva (UE) 2015/2366, oppure mediante un accordo a norma dell'articolo 10, paragrafo 5; q) una descrizione delle procedure del candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento; r) una descrizione delle procedure del candidato fornitore di

Il Regolamento ECSP stabilisce tempi piuttosto brevi per concludere il procedimento di autorizzazione, dovendosi concludere con una decisione entro tre mesi: “in tale arco di tempo, l’Autorità deve inviare una ricevuta di ricezione della domanda entro 10 giorni lavorativi (art. 3 Reg. Delegato n. 2022/2112) ed in seguito avrà 25 giorni per valutarne la completezza e inviare al richiedente richiesta di ulteriore documentazione (da mandare a pena di improcedibilità) o, al contrario, comunicazione che la domanda è stata ritenuta completa³³⁸, prima di prendere una decisione motivata di accoglimento o rigetto che dovrà essere comunicata entro 3 giorni”³³⁹. Qualora la domanda risulti incompleta, l’Autorità fissa un termine entro il quale il soggetto è tenuto a integrare le informazioni mancanti³⁴⁰. Dopodiché, entro tre mesi dalla ricezione di una domanda completa, l’autorità valuta il rispetto, da parte del richiedente, dei requisiti stabiliti dal Regolamento e adotta una decisione motivata di concessione o di diniego dell’autorizzazione. Quest’ultima deve essere rifiutata qualora sussistano ragioni oggettive e comprovate per ritenere che l’organo di gestione del candidato non sia in grado di garantire una conduzione sana, efficace e prudente della futura attività autorizzata³⁴¹.

Infine, l’Autorità nazionale, adottata la decisione di autorizzazione, è tenuta a darne comunicazione all’ESMA, la quale istituisce e mantiene un registro pubblico di tutti i fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati, pubblicato sul proprio sito istituzionale e regolarmente aggiornato. L’ESMA può chiedere alle Autorità nazionali ogni informazione necessaria a garantire l’omogeneità e la coerenza delle autorizzazioni rilasciate nei diversi ordinamenti.

Inoltre, ai sensi dell’articolo 18 del Regolamento, il fornitore autorizzato, qualora intenda erogare servizi di *crowdfunding* in Paesi membri diversi da quello in cui ha ottenuto l’autorizzazione, deve indirizzare una comunicazione all’autorità dello Stato

servizi di *crowdfunding* in relazione ai limiti di investimento per gli investitori non sofisticati di cui all’articolo 21, paragrafo 7”.

³³⁸ Art. 12, par. 4-6, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³³⁹ E. MACCHIAVELLO, “La regolazione del *crowdfunding* in Italia dopo l’adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di *crowdfunding* operanti in Italia e questioni ancora aperte”, in *Riv. di Diritto Bancario*, fasc. I, sez. I, 2024, p.194.

³⁴⁰ Art. 12, par. 4,5,6, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁴¹ Art. 12, par. 8. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

che ha concesso l'autorizzazione, che la trasmette alle autorità competenti degli altri Stati membri e all'ESMA³⁴².

Ne consegue che il nuovo assetto normativo, oltre a introdurre norme e criteri comuni in materia di autorizzazione e vigilanza per le autorità nazionali competenti, attribuisce all'ESMA e all'EBA un ruolo di coordinamento e di elaborazione di norme tecniche di attuazione, con riferimento alla verifica della correttezza dei dati forniti, alla gestione dei conflitti d'interesse e alla valutazione del rischio di credito degli investimenti³⁴³.

Inoltre, con riguardo ai soggetti che già offrivano servizi di *crowdfunding* in conformità alla normativa interna, l'articolo 48 prevede un regime transitorio che consente a tali operatori di adeguare le propria attività alle nuove disposizioni e di disporre di un congruo lasso temporale per ottenere la nuova autorizzazione armonizzata³⁴⁴. Infine, è opportuno evidenziare che i fornitori di servizi restano sottoposti alla costante vigilanza delle autorità che hanno rilasciato l'autorizzazione, le quali valutano il rispetto, da parte dei fornitori, degli obblighi per essi previsti dal Regolamento³⁴⁵. Nel nostro Paese, dunque, la Consob e la Banca d'Italia svolgono attività di vigilanza sui gestori nella triplice declinazione: regolamentare, informativa ed ispettiva³⁴⁶. Le stesse hanno il dovere di revocare l'autorizzazione in qualsiasi momento qualora si verificano determinate situazioni, ad esempio, laddove il fornitore non soddisfi più le condizioni di rilascio del permesso e/o abbia violato gravemente il Regolamento³⁴⁷. Per quanto concerne i meccanismi di controllo interno, il fornitore di servizi deve offrire una dettagliata descrizione delle procedure adottate, quali, ad esempio, la funzione di conformità e di gestione dei rischi, volte ad assicurare il costante monitoraggio e la piena conformità delle attività aziendali al Regolamento.

³⁴² Art. 18, Regolamento (UE) 2020/1503.

³⁴³ I. FAVA, "Crowdfunding, il nuovo Regolamento Ue: posta in gioco e opportunità", in *Agenda Digitale dell'Unione Europea*, agendadigitale.eu, 12 ottobre 2020.

³⁴⁴ A. CORONA DI GIACOMO, "Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding", 28 ottobre 2020, e-lex.it.

³⁴⁵ Art. 15, par. 1 e 2. REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁴⁶ B. COLOSIMO, A. CORBÒ, "Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding", 13 novembre 2020, unlaw.it.

³⁴⁷ Le altre sono: a) non abbia utilizzato l'autorizzazione entro 18 mesi dalla data di concessione dell'autorizzazione; b) abbia espressamente rinunciato all'autorizzazione; c) non abbia fornito servizi di *crowdfunding* per nove mesi consecutivi e non sia inoltre più coinvolto nell'amministrazione di contratti in essere che sono il risultato dell'iniziale incontro di interessi relativi al finanziamento delle imprese attraverso l'uso della sua piattaforma di *crowdfunding*; d) abbia ottenuto l'autorizzazione in modo irregolare, anche tramite dichiarazioni false nella domanda di autorizzazione.

Con riferimento alla gestione dei rischi, il fornitore deve esibire una mappatura dei rischi individuati, corredata da una presentazione delle politiche interne atte a identificarli, gestirli e monitorarli, in relazione alle attività e ai processi adottati e si richiede che la documentazione contenga: una descrizione dei processi; una delle metodologie interne richiamate dall'articolo 6, paragrafo 2 e un'illustrazione della politica relativa al fondo di emergenza prevista dall'articolo 6 paragrafo 5, se istituita³⁴⁸.

In ultimo, entro il 10 novembre 2021, come disposto dall'articolo 12, paragrafo 16, del Regolamento, l'ESMA era tenuta a trasmettere alla Commissione le norme tecniche di regolamentazione volte a specificare i requisiti e le modalità per la domanda di cui al paragrafo 1, compresi i formulari, i modelli e le procedure standard per la domanda di autorizzazione. La commissione ha recepito tali proposte mediante l'adozione del Regolamento Delegato (UE) 2022/2112, il quale, in allegato, ha introdotto specifici formulari standardizzati che i fornitori sono tenuti a compilare con i dati e le informazioni richieste ai fini dell'autorizzazione³⁴⁹.

2.3.1.4 Piano di continuità operativa

Il compito di affrontare in modo adeguato i rischi associati con l'interruzione di servizi essenziali è affidato al piano di continuità operativa, il quale dovrebbe garantire la continuità della prestazione dei servizi, compresi quelli esternalizzati, nonostante il fallimento del fornitore di servizi di *crowdfunding*, o dei terzi ai quali tali servizi sono stati esternalizzati. Tale piano deve contenere una descrizione puntuale delle misure e delle procedure idonee ad assicurare, in caso di fallimento del fornitore di servizi di *crowdfunding*, la continuità della prestazione di servizi essenziali connessi agli investimenti esistenti e la buona amministrazione degli accordi con i clienti, comprese, se necessario, le disposizioni per la gestione continuativa dei prestiti in essere, la notifica ai clienti e il trasferimento delle modalità

³⁴⁸ T. ASCHENBECK, L ENGLER, “*Authorisation procedure, scope of authorisation and register*”, E. MACCHIAVELLO (a cura di), “*Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary*”, Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022, p.206.

³⁴⁹ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2112 della Commissione del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i requisiti e le modalità per la domanda di autorizzazione come fornitore di servizi di *crowdfunding*.

di custodia delle attività. Un elemento qualificante del piano è la presentazione degli scenari di fallimento ritenuti più probabili dal fornitore di servizi e le misure da adottare per attenuarne l'impatto sulla continuità dei servizi essenziali. A titolo esemplificativo, possono essere considerati i seguenti scenari: (i) liquidazione volontaria o crisi della società; (ii) interruzione dei servizi informatici dovuta a un problema di tipo operativo della piattaforma; (iii) revoca o sospensione della licenza³⁵⁰.

Nel caso in cui le misure previste per gestire uno scenario di fallimento coinvolgessero soggetti terzi, il piano dovrà delineare anche i processi e i ruoli di questi ultimi, ferma restando la responsabilità ultima di supervisione e monitoraggio in capo alla piattaforma.

Sotto il profilo normativo, le misure e le procedure del piano di continuità operativa devono risultare conformi al Regolamento delegato (UE) 2022/2116, il quale, all'articolo 3, individua gli aspetti che devono essere presenti nel piano: a) la notifica ai clienti del verificarsi di un evento di fallimento; b) l'accesso dei clienti alle informazioni riguardanti i loro investimenti; c) ove applicabile, la gestione continuativa dei prestiti in essere; d) ove applicabile, la continuità dei servizi di pagamento di cui all'articolo 10 del regolamento (UE) 2020/1503, inclusi i dispositivi di cui al paragrafo 5 di detto articolo; e) ove applicabile, il trasferimento dei dispositivi di custodia delle attività di cui all'articolo sopra³⁵¹. Il successivo articolo 4 del medesimo Regolamento specifica che il piano di continuità aziendale, calibrato in base alla natura, alla dimensione e alla complessità del modello di *business* del fornitore, deve stabilire misure dettagliate atte a garantire la buona amministrazione degli accordi contrattuali intercorrenti tra fornitore e propri clienti.

2.3.2 Tutela dell'investitore

Il nuovo Regolamento sugli *European Crowdfunding Service Providers* fornisce una disciplina europea con il duplice obiettivo di ampliare il mercato

³⁵⁰ “Fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese”, bancaditalia.it.

³⁵¹ REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2116 della Commissione del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le misure e le procedure del piano di continuità operativa dei fornitori di servizi di *crowdfunding*.

accessibile e di garantire un ampio livello di tutela per gli investitori e di adeguato funzionamento del mercato interno³⁵².

In particolare, il legislatore europeo interviene con l'intento di uniformare le norme prudenziali, le condizioni operative e gli obblighi di trasparenza applicabili ai soggetti interessati, così da portare chiari vantaggi in termini di tutela degli investitori e stabilità finanziaria. A tal fine, il Regolamento prevede che i fornitori di servizi adottino una politica interna volta a garantire che la selezione dei progetti avvenga secondo criteri di imparzialità, professionalità e trasparenza.

Inoltre, alle piattaforme viene imposto un obbligo di verifica in merito alla completezza, correttezza e chiarezza delle informazioni rese disponibili agli investitori, stabilendo che il fornitore risponde direttamente di eventuali inesattezze presenti nelle informazioni chiave sull'investimento, con la conseguente applicazione di sanzioni significative.

Prima di presentare le specifiche misure di tutela previste a beneficio dei clienti delle piattaforme, è opportuno sottolineare come il Regolamento introduca una distinzione tra investitori sofisticati e non sofisticati, mettendo in atto livelli differenziati di salvaguardia degli stessi, appropriati per ciascuna di tali categorie. La distinzione tra "sofisticati" e "non sofisticati" si fonda sulla distinzione, prevista dalla direttiva 2014/65/UE³⁵³, tra cliente al dettaglio e cliente professionale, ma prende in considerazione anche l'esperienza e le conoscenze dei potenziali investitori in materia di *crowdfunding*³⁵⁴. Le tutele previste dal Regolamento sono differenziate e modulate a seconda che l'investitore si qualifichi come sofisticato o non sofisticato per essere naturalmente rafforzate e più stringenti in tale ultimo caso³⁵⁵.

Ciò detto, le misure a tutela degli investitori, comuni ad entrambe le categorie ma con particolare attenzione a quella degli investitori non sofisticati, comportano l'impegno attivo dei fornitori:

- a) nel rendere pubblico un rendiconto dei risultati entro quattro mesi dalla chiusura di ciascun esercizio;

³⁵² Agendadigitale.eu.

³⁵³ DIRETTIVA 2014/65/UE del PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

³⁵⁴ Considerando 42, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁵⁵ ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, "Position Paper Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese", 7 maggio 2021, p. 13.

- b) nel garantire che le comunicazioni e le informazioni di *marketing* che forniscono agli utenti siano chiare e non fuorvianti³⁵⁶;
- c) nel pubblicare una volta all'anno i tassi di *default* dei progetti offerti sulla loro piattaforma almeno nel corso dei 36 mesi precedenti³⁵⁷;
- d) nel presentare un rendiconto dei risultati entro quattro mesi dalla chiusura di ciascun esercizio;
- e) nel valutare l'adeguatezza dei loro servizi per potenziali investitori non sofisticati e nel prevedere un periodo di riflessione di quattro giorni prima di permettere loro di investire³⁵⁸;
- f) nel fornire ai clienti una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, compresa un'avvertenza sulle possibili perdite (si veda §2.3.1.2).

Inoltre, per rafforzare la tutela degli investitori non sofisticati, il Regolamento prevede l'introduzione di un periodo di riflessione, durante il quale il potenziale cliente ha la facoltà di revocare un'offerta di investimento o una manifestazione di interesse verso una specifica offerta di *crowdfunding*, senza la necessità di dover dare una motivazione e senza incorrere in penali.

Infine, merita di essere richiamato l'invito formulato dalla Commissione per il mercato interno e la protezione dei consumatori alla Commissione per le libertà civili, la giustizia e gli affari interni, con riferimento alla disciplina dei servizi digitali.

In primo luogo, si esorta a introdurre un approccio armonizzato in materia di obblighi per i fornitori di servizi digitali, compresi gli intermediari *online*, al fine di evitare la frammentazione del mercato interno e l'applicazione incoerente delle normative.

In secondo luogo, si chiede di considerare il possibile impatto sul funzionamento del mercato di qualsiasi nuova norma introdotta dall'atto sui servizi digitali.

Infine, si domanda di rispettare i diritti e le libertà fondamentali degli utenti in tutta l'Unione Europea.

³⁵⁶ COMMISSIONE EUROPEA, Documento di sintesi del Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, eurlex.europa.eu/legal.

³⁵⁷ Art. 20, par. 1, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁵⁸ Art. 22, par. 3, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

2.3.2.1 Informazioni ai clienti e simulazione della capacità di sostenere perdite

L'articolo 19 del Regolamento statuisce che le informazioni che i fornitori riportano ai clienti “su sé stessi, sui costi, sui rischi finanziari e sugli oneri connessi ai servizi di *crowdfunding* o agli investimenti, sui criteri di selezione dei progetti, e sulla natura dei propri servizi di *crowdfunding* e sui rischi ad essi connessi devono essere corrette, chiare e non fuorvianti”³⁵⁹.

I fornitori, inoltre, sono tenuti ad informare i clienti del fatto che i loro servizi non rientrano nel sistema di garanzia dei depositi³⁶⁰ e che i valori mobiliari o gli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*, acquisiti attraverso la piattaforma, non rientrano nel sistema di indennizzo degli investitori³⁶¹.

Il requisito, previsto dal paragrafo 1 dell'articolo 19 del Regolamento, secondo cui le informazioni indirizzate agli investitori debbano presentarsi in forma chiara, deve essere inteso non già quale mera clausola di stile, ma come un vero e proprio principio cardine dell'assetto regolamentare. In tale prospettiva, l'esigenza di chiarezza si sostanzia, in primo luogo, nella richiesta che le informazioni siano rese in forma concisa, intendendosi con questo una modalità espositiva improntata a sintesi ed essenzialità, idonea a scongiurare il rischio, tutt'altro che remoto, di un *information overload*, che condurrebbe a un effetto paradossale di oscuramento della trasparenza medesima; in secondo luogo, le informazioni devono qualificarsi come intelligibili, ossia strutturate in modo tale da risultare comprensibili all'investitore medio della categoria di riferimento, dovendosi pur sempre distinguere, in ragione della diversa soglia di esperienza e di competenza tecnica, a seconda che si rivolgano all'investitore sofisticato, del quale può presumersi una più elevata capacità di elaborazione critica, o all'investitore non sofisticato, rispetto al quale l'obbligo di semplificazione informativa si atteggia con connotati particolarmente pregnanti.

Altrettanto essenziale è il requisito della facile accessibilità, che impone la collocazione dell'insieme delle informazioni da rendere pubbliche (l'identità del fornitore di servizi; i costi e gli oneri a carico dell'investitore; i rischi finanziari insiti nelle operazioni; i criteri di selezione dei progetti; la natura e le caratteristiche dei

³⁵⁹ Art. 19, par. 1, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁶⁰ Istituito in conformità della direttiva 2014/49/UE.

³⁶¹ Istituito in conformità della direttiva 97/9/CE.

servizi prestati; nonché l'inapplicabilità dei sistemi di indennizzo e le metodologie di calcolo dei punteggi di credito e dei prezzi) in un'apposita sezione della piattaforma chiaramente individuabile e agevolmente fruibile. Analoga esigenza di visibilità si rinviene riguardo alle informazioni circa il periodo di riflessione che, ai sensi dell'articolo 19 paragrafo 3, devono essere anch'esse collocate in un punto ben riconoscibile affinché l'investitore sia posto nella condizione di individuarle per effetto di una predisposizione funzionale da parte del prestatore di servizi. Ne discende, quale conseguenza logica e sistematica, che le informazioni oggetto di *disclosure* non possano essere subordinate né al pagamento di corrispettivi, né al previo compimento di operazioni finanziarie, non potendo il diritto all'informazione essere condizionato da vincoli economici o contrattuali.

Da ultimo, si sottolinea come il medesimo regime di chiarezza, intelligibilità e accessibilità sia proiettato non solo sulle informazioni di carattere obbligatorio, ma anche su quelle di natura promozionale e pubblicitaria, imponendo che le comunicazioni rispettino i canoni sostanziali, così da evitare che esse, attraverso modalità suggestive o ambigue, risultino ingannevoli o fuorvianti³⁶².

Un ulteriore elemento essenziale è costituito dalla comunicazione tempestiva delle informazioni, per il quale il fornitore non solo è tenuto a garantire un flusso informativo corretto, ma altresì effettivamente fruibile nell'immediato per effettuare scelte consapevoli. Infatti, qualora le informazioni non venissero rese con la necessaria immediatezza, queste risulterebbero inidonee a svolgere la loro funzione, dato che l'investitore, privo di dati aggiornati, verrebbe a trovarsi nell'impossibilità di utilizzarle quale fondamento delle proprie decisioni di investimento, con conseguente incremento del rischio che l'operazione si risolva con un esito pregiudizievole. Per questi motivi, il Regolamento estende il regime di trasparenza all'intero ciclo di vita del rapporto di *crowdfunding* intrattenuto con il fornitore, scandendo temporalmente l'obbligo informativo e distinguendo due momenti: i) la fase che precede ciascuna operazione, nella quale l'informazione assume una funzione propedeutica e preventiva, ii) le successive fasi in cui, ogniqualvolta opportuno, si renda necessario rinnovare o integrare le informazioni già fornite, per preservarne l'attualità e la

³⁶² D. P. DUARTE, "Investor protection and information to clients", E. MACCHIAVELLO (a cura di), "Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary", Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022, p. 276.

rilevanza. L'articolo 19, al paragrafo 4, statuisce, infatti, che le informazioni devono essere comunicate “ogniquale volta opportuno”, ma in ogni caso non oltre il momento antecedente alla conclusione dell'operazione.

Inoltre, per evitare che il fornitore di servizi adotti prassi discriminatorie o strategie orientate a privilegiare taluni a discapito di altri, il legislatore ha previsto che, qualora la piattaforma proceda all'attribuzione di punteggi di affidabilità creditizia ai progetti ovvero proponga la determinazione del prezzo delle offerte di *crowdfunding*, essa sia tenuta a pubblicare una descrizione esaustiva della metodologia impiegata per il relativo calcolo.

Ulteriormente, per consentire un adeguato livello di tutela agli investitori, l'EBA, in stretta cooperazione con l'ESMA, elabora progetti di norme tecniche di regolamentazione al fine di specificare gli elementi da includere nella descrizione, ossia i fattori che si prendono in considerazione quando si effettua una valutazione dei rischi e i contenuti e la *governance* minimi delle procedure richieste dal presente articolo e dal sistema di gestione dei rischi³⁶³.

Per quanto riguarda il cosiddetto test d'ingresso disciplinato dall'articolo 21³⁶⁴, si richiede che i fornitori di servizi, prima di dare pieno accesso ai clienti per investire sulla loro piattaforma, valutino se e quali dei servizi da loro offerti siano appropriati ai potenziali investitori non sofisticati³⁶⁵. Ai fini di tale valutazione, i fornitori domandano ai potenziali investitori informazioni riguardanti i loro obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale³⁶⁶.

Più precisamente, l'articolo 21 richiede ai gestori delle piattaforme di condurre una valutazione in merito all'appropriatezza dei servizi di *crowdfunding* messi a disposizione degli investitori non sofisticati. Infatti, l'articolo non trova applicazione nei confronti degli investitori sofisticati, definiti dalla Sezione I dell'Allegato II del Regolamento come coloro che possiedono “la consapevolezza dei rischi associati all'investimento nei mercati dei capitali e risorse adeguate per assumersi tali rischi

³⁶³ Art. 19, par. 7, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁶⁴ Rubricato come: “Test d'ingresso di verifica delle conoscenze e simulazione della capacità di sostenere perdite”.

³⁶⁵ R. CARRIERI, “*Crowdfunding: come cambia il finanziamento on line con il nuovo regolamento UE*”, in *IPSOA Quotidiano*, 7 dicembre 2021.

³⁶⁶ Art. 21, par. 1 e 2, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

senza esporsi a conseguenze finanziarie eccessive”. Si tratta, dunque, non solo dei clienti professionali “di diritto”, secondo la terminologia della direttiva MiFID II, ma altresì di soggetti, persone fisiche o giuridiche, che abbiano conseguito dal fornitore di servizi di *crowdfunding* la formale approvazione a essere trattati come investitori esperti, ai sensi dell’articolo 2, paragrafo 1, lettera j), del Regolamento³⁶⁷.

Sul piano procedurale, la verifica deve avvenire prima di consentire al potenziale investitore non sofisticato il pieno accesso alla piattaforma e prima dell’effettiva adesione ad un’offerta. A tal fine, la normativa richiede un’adeguata verifica per cui è necessario svolgere:

- a) un test d’ingresso volto a raccogliere le informazioni sopra riportate, incluse quelle riguardanti la precedente operatività ed eventuali esperienze professionali specifiche in materia di *crowdfunding*;
- b) una simulazione delle capacità di sostenere le perdite basata su dati relativi a reddito, attività e impegni finanziari³⁶⁸.

Nei casi in cui si verifichi la mancata ricezione delle informazioni necessarie, laddove risulti che i potenziali investitori non dispongono di un sufficiente grado di conoscenze ed esperienze, il gestore dovrà inviare un’apposita segnalazione, nella quale sia chiaramente evidenziato il rischio di perdita integrale del capitale investito. I potenziali investitori non sofisticati dovranno riconoscere espressamente di aver ricevuto e compreso la segnalazione prima di proseguire le proprie attività sulla piattaforma³⁶⁹.

Per quanto riguarda quest’ultimo punto, la capacità di sostenere perdite viene calcolata in misura pari al 10% del patrimonio netto dei potenziali investitori, sulla base delle seguenti informazioni: a) reddito abituale e reddito totale; b) attività, compresi investimenti finanziari e depositi in contante; c) impegni finanziari, compresi impegni regolari, esistenti e futuri³⁷⁰.

A ciò si aggiunge la specifica tutela prevista per l’ipotesi in cui l’investitore non sofisticato intenda aderire ad una “singola offerta di *crowdfunding* in virtù della quale

³⁶⁷ J. DE SMET, V. COLAERT, “Between investor protection and access to crowdfunding: the entry knowledge test and the simulation of the ability to bear loss”, E. MACCHIAVELLO (a cura di), “Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary”, Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022, p. 287.

³⁶⁸ ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, “Position Paper Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese”, 7 maggio 2021, p. 14.

³⁶⁹ Art. 21, par.4, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁷⁰ Art. 21, par. 5, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

effettuerebbe un investimento per un ammontare superiore all'importo più elevato tra 1000 € o il 5% del patrimonio netto di tale investitore³⁷¹. In tale circostanza, il fornitore si impegna affinché tale investitore riceva un'avvertenza sui rischi, presti un consenso esplicito al fornitore e dimostri di aver compreso l'investimento e i relativi rischi.

L'ESMA, in stretta collaborazione con l'EBA, era tenuta a predisporre progetti di norme tecniche di regolamentazione, tenendo conto della natura, della complessità e della portata dei servizi prestati dal gestore della piattaforma, da proporre alla Commissione, alla quale è delegato il potere di integrare il presente regolamento tramite l'adozione delle norme tecniche, conformemente agli articoli 10 e 14 del Regolamento n. 1095/2010³⁷². La Commissione ha recepito e integrato tali previsioni in data 13 luglio 2022, mediante l'adozione del Regolamento Delegato (UE) 2022/2114, con il quale sono state introdotte alcune novità di rilievo, tra le quali si riportano:

- le specificazioni relative alle informazioni che i fornitori sono tenuti a richiedere ai sensi dell'articolo 21, paragrafo 2 del Regolamento³⁷³;
- le misure organizzative e procedurali che i fornitori di servizi devono adottare al fine di garantire che le informazioni raccolte dai potenziali investitori non sofisticati siano affidabili³⁷⁴;

³⁷¹ Art. 21, par 7, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁷² REGOLAMENTO (UE) N. 1095/2010 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 24 novembre 2010, che istituisce l'Autorità europea di vigilanza (Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati), modifica la decisione n. 716/2009/CE e abroga la decisione 2009/77/CE della Commissione.

³⁷³ Art. 2, REGOLAMENTO DELEGATO 2022/2114, "1. Le informazioni che i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono chiedere ai potenziali investitori non sofisticati circa la loro esperienza e comprensione di base dei rischi legati all'investimento comprendono, in misura adeguata alla natura, alla portata e alla complessità del servizio di *crowdfunding* offerto e alla tipologia di investimento previsto, i seguenti elementi: a) le tipologie di servizi di investimento e gli investimenti finanziari con cui il potenziale investitore non sofisticato ha familiarità; b) la natura, il volume e la frequenza delle precedenti operazioni inerenti valori mobiliari, strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding* o prestiti, effettuate dal potenziale investitore non sofisticato, anche nella fase iniziale o di espansione di un'impresa e il periodo in cui tali operazioni sono state effettuate; c) il livello di istruzione e la professione o la precedente professione pertinente del potenziale investitore non sofisticato, compresa qualsiasi esperienza o competenza professionale acquisita in relazione a investimenti di *crowdfunding*. 2. Le informazioni che i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono tenuti a chiedere ai potenziali investitori non sofisticati in merito agli obiettivi di investimento, ove pertinente in relazione alla tipologia del servizio di *crowdfunding* offerto, includono: a) informazioni sul periodo di detenzione degli investimenti previsto da parte dei potenziali investitori non sofisticati; b) il profilo di rischio dei potenziali investitori non sofisticati e le loro preferenze in merito alla sostenibilità degli investimenti; c) gli obiettivi di investimento dei potenziali investitori non sofisticati".

³⁷⁴ Art. 3, par. 2, REGOLAMENTO DELEGATO 2022/21142, "Ai fini del paragrafo 1, i fornitori di servizi di *crowdfunding* adottano le misure seguenti: a) informano i potenziali investitori non sofisticati

- l'obbligo di predisporre sulla piattaforma uno strumento di calcolo *online* che consenta agli investitori di simulare la propria capacità di sostenere perdite, con l'aggiunta, all'articolo 7, delle modalità di determinazione del patrimonio netto, calcolato secondo la formula: "patrimonio netto = reddito annuo netto + totale delle attività liquide - impegni finanziari annui". I fornitori sono, infine, tenuti a richiedere ai potenziali investitori non sofisticati di comunicare l'esito della simulazione effettuata, in conformità dell'articolo 21, paragrafo 5, del Regolamento ECSP.

2.3.2.2 Periodo di riflessione precontrattuale

Al fine di rafforzare ulteriormente le garanzie approntate in favore degli investitori non sofisticati, l'articolo 22 del Regolamento riconosce a questi ultimi un periodo di tempo di quattro giorni (cd. "periodo di riflessione precontrattuale") entro il quale possono liberamente ritirare la propria offerta di investimento o la manifestazione di interesse verso una specifica offerta di *crowdfunding*, senza la necessità di dover dare una motivazione e senza incorrere in penali³⁷⁵.

I fornitori di servizi devono, pertanto, informare la clientela in modo chiaro circa l'esistenza di tale prerogativa e, contestualmente, evitare di prelevare somme prima della scadenza del termine in questione. Il decorso del periodo di riflessione prende avvio dal momento in cui l'investitore formula l'offerta o, comunque, manifesta un interesse alla medesima, e si conclude decorsi quattro giorni di calendario. È compito del fornitore tenere un registro con le offerte ricevute e la data di ricezione.

Inoltre, ai sensi del paragrafo 7 del suddetto articolo, il gestore è tenuto a fornire ai potenziali investitori non sofisticati informazioni accurate, chiare e tempestive sia in ordine all'esistenza e alla durata del periodo di riflessione, sia riguardo alle modalità di esercizio del diritto di revoca dell'offerta. Ne consegue che l'investitore deve essere informato: (i) appena prima che possa presentare la sua offerta, dell'esistenza e della

dell'importanza di fornire informazioni accurate e aggiornate; b) garantiscono che i mezzi utilizzati per raccogliere le informazioni sono idonei agli scopi dei potenziali investitori non sofisticati in questione e opportunamente progettati per essere da questi utilizzati; c) assicurano che le domande utilizzate possono essere ragionevolmente comprese dai potenziali investitori non sofisticati e sono sufficientemente precise da consentire di raccogliere informazioni che rispecchino in modo adeguato e accurato la situazione dei potenziali investitori non sofisticati".

³⁷⁵ A. CORONA DI GIACOMO, "Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding", 28 ottobre 2020, e-lex.it.

durata del periodo di riflessione, nonché delle modalità di revoca dell’offerta; (ii) subito dopo aver formulato l’offerta o la manifestazione d’interesse, dell’inizio del periodo di riflessione.

È necessario precisare che, nelle ipotesi di gestione individuale di portafogli di prestiti, il periodo di riflessione trova applicazione esclusivamente con riferimento al mandato di investimento iniziale conferito dal cliente e non già agli investimenti in singoli prestiti effettuati nell’ambito di tale mandato³⁷⁶.

A differenza della nuova normativa europea, il diritto di recesso che il Regolamento Consob³⁷⁷ attribuiva agli investitori *retail* era esercitabile entro sette giorni dall’adesione all’offerta, configurando una tutela più estesa rispetto al nuovo assetto europeo³⁷⁸.

Rimane, nondimeno, questione aperta il rapporto che sussiste tra i termini previsti dal Regolamento europeo e la disciplina consumeristica, vigente nell’ordinamento italiano³⁷⁹, la quale contempla, *inter alia*, una sospensione dell’efficacia del contratto avente ad oggetto “attività di investimento” concluso per via telematica per la durata di quattordici giorni, nonché un diritto di recesso del consumatore entro il medesimo termine, senza necessità di giustificazione, senza penali e con obbligo, a carico dell’intermediario, di restituzione integrale delle somme percepite. Al riguardo, appare opportuno interrogarsi se e in quale misura “la disciplina in materia di consumatori possa effettivamente trovare applicazione nel contesto del Regolamento, quantomeno con riferimento alla categoria di investitori non professionali che si qualificano anche come consumatori, e, in caso di esito positivo, tra l’altro, se possa essere considerata ‘attività di investimento’ ai sensi del Codice del Consumo anche l’operatività connessa al *lending-based crowdfunding*”³⁸⁰.

³⁷⁶ Art. 22, par 7, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁷⁷ Art. 13, comma 5, del Regolamento Consob adottato con delibera 18592 del 26 giugno 2013.

³⁷⁸ B. COLOSIMO, A. CORBÒ, “*Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding*”, 13 novembre 2020, unlaw.it.

³⁷⁹ Cfr. art. 67 *duodecies*, del D.lgs. 206 del 6 settembre 2005, Codice del Consumo.

³⁸⁰ ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, “*Position Paper Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*”, 7 maggio 2021, p. 15.

2.3.2.3 Scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento

La tutela dell'investitore, disciplinata all'interno del capo IV (protezione degli investitori e trasparenza), viene rafforzata con l'introduzione dell'obbligo, gravante sui fornitori di servizi, di mettere a disposizione degli investitori potenziali le informazioni chiave relative all'investimento.

Nello specifico, l'articolo 23 del Regolamento delinea con precisione i requisiti concernenti il contenuto, la forma e le modalità di redazione della scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (cd. KIIS), documento che il gestore è tenuto a consegnare ai potenziali clienti. La scheda, redatta dal titolare del progetto per ciascuna offerta di *crowdfunding*, si distingue per due profili innovativi di rilievo: uno attinente alla responsabilità, l'altro alla disciplina dei rischi.

Per quanto riguarda il primo aspetto, il legislatore ha previsto l'inserimento di una clausola di esclusione di responsabilità, in base alla quale “la presente offerta di *crowdfunding* non è stata verificata né approvata dalle autorità competenti né dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (ESMA). L'idoneità della sua esperienza non è stata valutata prima di concederle l'accesso. Se procede all'investimento, si assume pienamente i rischi”³⁸¹. Tuttavia, gli Stati membri dispongono la responsabilità del titolare del progetto per le informazioni fornite in una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento.

Quanto al secondo profilo, il Regolamento impone che la scheda rechi una specifica segnalazione dei rischi, la quale avverte il potenziale investitore circa la possibilità di non conseguire alcun rendimento e circa l'assenza di copertura sia da parte di regimi di garanzia, sia di sistemi di indennizzo³⁸².

La scheda deve contenere informazioni corrette, chiare e non fuorvianti, essere presentata su un supporto autonomo e risultare chiaramente distinguibile rispetto ad altre comunicazioni, affinché l'investitore *retail* possa identificarla con immediatezza e prendere piena consapevolezza del suo contenuto. Inoltre, il titolare del progetto deve comunicare al fornitore ogni variazione sopravvenuta, così da mantenere la scheda costantemente aggiornata per la durata dell'offerta di *crowdfunding*.

³⁸¹ Art. 23, par. 6, lett. b), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁸² Art. 23, par. 6, lett. c), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

Inoltre, qualora un fornitore rilevi omissioni, errori o imprecisioni nella scheda che potrebbero avere ripercussioni sul rendimento atteso dell'investimento, è tenuto a darne tempestiva segnalazione al titolare del progetto, il quale provvede a rettificare o integrare le informazioni. Nel caso in cui le irregolarità non siano state sanate entro il termine di trenta giorni di calendario, l'offerta di *crowdfunding* è automaticamente revocata³⁸³. A tal proposito, la proposta iniziale del Parlamento europeo contemplava la possibilità per i fornitori di servizi di integrare o modificare il KIIS qualora questo presentasse lacune informative, con la conseguenza di attribuire loro una responsabilità sostanziale circa l'esattezza e la completezza del documento stesso. Tale impostazione, tuttavia, non trovò accoglimento in sede di Consiglio, dove si affermò una diversa soluzione, ossia, anziché gravare direttamente i fornitori di un obbligo di intervento sul contenuto del KIIS, si optò per l'introduzione di un meccanismo di "escalation", in forza del quale la persistenza di irregolarità non sanate entro il termine previsto comporta l'obbligo, in capo al fornitore, di revocare l'offerta di *crowdfunding*³⁸⁴.

Un'ulteriore peculiarità della scheda informativa consiste nel fatto che questa non è soggetta ad alcuna forma di approvazione *ex ante* da parte dell'autorità competente. Tale scelta trova la propria *ratio* nell'intento di agevolare un accesso rapido e semplificato ai mercati dei capitali, riducendo, al contempo, i costi di finanziamento ed evitando i ritardi e gli oneri amministrativi che graverebbero sui fornitori di servizi di *crowdfunding*³⁸⁵.

Qualora i clienti ricevano una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento redatta conformemente a quanto detto sino ad ora, i fornitori e i titolari di progetti sono considerati adempienti all'obbligo di redigere un documento contenente le informazioni chiave e, dunque, sono esenti da ogni forma di responsabilità³⁸⁶.

³⁸³ Art. 23, par. 12, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁸⁴ K. WENZLAFF, A. ODOROVIĆ, T. RIETHMÜLLER, P. WAMBOLD, "On the merits of the key investment information sheet in the ECSPR", E. MACCHIAVELLO (a cura di), "Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary", Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022, p. 326.

³⁸⁵ C. BOVINO, "Crowdfunding: accesso più rapido ai finanziamenti per le imprese", in *IPSOA Quotidiano*, 5 novembre 2020.

³⁸⁶ A norma del REGOLAMENTO (UE) N. 1286/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

L'autorità di vigilanza europea (ESMA), nell'esercizio dei poteri ad essa conferiti dal Regolamento ECSP, ha elaborato progetti di norme tecniche di regolamentazione volti a specificare, tra gli altri profili, i requisiti concernenti il modello di presentazione delle informazioni e l'individuazione delle tipologie di rischio rilevanti connesse alle offerte. La Commissione ha recepito tali progetti con il Regolamento Delegato (UE) 2022/2119 del 13 luglio 2022, che ha proseguito nell'intento di garantire l'accessibilità e la comprensibilità delle informazioni da parte di un pubblico di investitori eterogeneo e nel preservare la chiarezza, la trasparenza e l'affidabilità delle informazioni stesse. In tal senso la Commissione ha disposto che le informazioni contenute nella scheda siano presentate in maniera tale da favorirne la lettura e la comprensione, tenendo conto delle difficoltà che possono derivare dalla natura e dal grado di complessità dell'offerta di *crowdfunding*. Il Regolamento Delegato prevede, inoltre, specifiche prescrizioni di carattere formale e contenutistico, tra cui: (i) l'indicazione chiara e puntuale delle principali categorie di rischio associate all'offerta, (ii) la possibilità di ricorrere a collegamenti ipertestuali all'interno del modello informativo, (iii) la rappresentazione sintetica e accurata di indici finanziari, bilanci e ulteriori dati economico-patrimoniali rilevanti, tali da permettere una valutazione consapevole dell'iniziativa progettuale da parte dell'investitore. Queste e altre prescrizioni confluiscono nell'allegato al Regolamento Delegato, che costituisce il modello standardizzato della scheda di informazioni chiave.

Infine, a conclusione del capo IV appaiono gli articoli 25 e 26 riguardanti, rispettivamente, la bacheca elettronica e il diritto degli investitori di accedere alla documentazione. Sulla bacheca i fornitori, autorizzati ai sensi dell'articolo 12, consentono ai propri clienti di pubblicizzare l'interesse per l'acquisto e la vendita di prestiti o di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* inizialmente offerti sulle loro piattaforme³⁸⁷. Per quanto riguarda, invece, l'accesso alla documentazione, i fornitori sono tenuti a conservare l'intera documentazione per un periodo di almeno cinque anni e a provvedere che i clienti abbiano accesso immediato alla documentazione dei servizi che forniscono in ogni momento.

³⁸⁷ G. BALP, "Il finanziamento digitale: crowdlending, invoice trading e cryptolending", M. CIAN, C. SANDEI (a cura di), "Il diritto del Fintech", II ed., CEDAM, 2024, p. 340.

2.3.3 Il titolare del progetto

Il titolare del progetto, anche detto proponente o *creator*, è colui che presenta il progetto affinché questo venga pubblicato sulla piattaforma digitale con l'obiettivo di raccogliere le risorse necessarie per la realizzazione della *business idea*.

Ai sensi della nuova normativa, è qualificabile come titolare di progetto (o *project owner*) “ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di *crowdfunding*”³⁸⁸, con la sola esclusione dei consumatori (v. §2.2).

La maggior parte dei *creators* risulta incentivata a partecipare all'attività di *crowdfunding* non soltanto per l'esigenza primaria di reperire risorse finanziarie, ma altresì per accrescere la visibilità della propria attività, facendola conoscere a una platea più ampia e, al contempo, ricevendo dei *feedback* al fine di soddisfare il proprio desiderio di approvazione. Un'altra motivazione è ravvisabile nel patrimonio di esperienza e di apprendimento che i titolari di progetto maturano nel corso del tempo, infatti, questi, dopo aver concluso una campagna, sono indotti a proseguire nell'assunzione di un ruolo attivo nel *crowdfunding* al fine di migliorare le proprie competenze nella gestione finanziaria con l'obiettivo di raccogliere fondi in seguito in maniera efficace³⁸⁹.

Ferma restando la necessità che la raccolta del capitale sia destinata ad un progetto avente natura imprenditoriale, il Regolamento non richiede che il *project owner* sia costituito in forma di persona giuridica, in quanto l'intento del legislatore europeo è quello di agevolare l'accesso al mercato anche per quegli imprenditori che mirano a raggiungere una sorta di validazione del proprio progetto in fase di sviluppo. Pertanto, viene espressamente statuito che gli Stati membri non possano introdurre alcun regime autorizzativo nei confronti dei titolari di progetti³⁹⁰.

Il Regolamento contempla anche l'ipotesi che il titolare possa essere una società veicolo, a condizione che l'oggetto dell'offerta sia rappresentato da una sola attività illiquida o indivisibile, così da limitare i casi di investimento indiretto ai soli scenari

³⁸⁸ Art. 2, par. 1, lett. h), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁸⁹ E. GERBER, “*Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms*”, 2012.

³⁹⁰ ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, “*Position Paper Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*”, 7 maggio 2021, p. 7.

in cui, per la natura dell'affare, l'investimento diretto risulterebbe di difficile realizzazione³⁹¹. A tal riguardo, l'ESMA ha precisato che un *asset* può qualificarsi come illiquido ai sensi del Regolamento “quando non può essere trasformato in contanti rapidamente. Fattori come, ma non solo, i seguenti sono indicazioni che l'attività può essere illiquida: (i) non c'è un mercato organizzato per le attività di quel tipo; (ii) le vendite per quel tipo di attività di solito avvengono fuori borsa; (iii) non c'è un valore prontamente disponibile per attività di quel tipo; o (iv) raggiungere un accordo su un prezzo di vendita con un potenziale acquirente comporta costi significativi e richiede da qualche settimana a qualche mese”³⁹².

Di seguito si presenta la figura del titolare di progetti sotto il punto di vista della disciplina prevista nell'ordinamento italiano e, poi, del regime previsto dal Regolamento europeo.

Con riferimento all'ordinamento nazionale, i titolari di progetti sono, di norma, soggetti alla riserva prevista per l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico, ai sensi dell'articolo 11 del TUB; tuttavia, la Banca d'Italia ha chiarito che l'operatività del prestatore non soggiace ad autorizzazione qualora il prestito venga concluso nell'ambito di una trattativa personalizzata³⁹³. Al contempo, la Banca d'Italia stessa “ha raccomandato alle piattaforme di definire un limite massimo, di contenuto importo, all'acquisizione di fondi, così da limitare l'attività di raccolta presso il pubblico di soggetti non bancari”³⁹⁴.

Il regolamento ECSP, per converso, sancisce l'esonero dei *project owner* da ogni preventiva autorizzazione e fissa, quale limite massimo finanziabile, l'importo di cinque milioni di euro; nondimeno, esclude dalla categoria dei potenziali titolari i soggetti che richiedano prestiti per finalità estranee alla propria attività professionale e coloro che richiedano finanziamenti in forma indiretta, in particolare attraverso la cessione di crediti.

³⁹¹ Considerando 22 e art. 3, par. 6, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

³⁹² Indicazioni sugli strumenti offerti dalle società veicolo sono state fornite dall'ESMA nelle “*Q&A on the European crowdfunding service providers for business Regulation*”, del 25 febbraio 2021.

³⁹³ Cfr. le disposizioni sulla raccolta del risparmio tra il pubblico da parte dei soggetti diversi dalle banche emanate dalla Banca d'Italia nel 2016.

³⁹⁴ ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, “*Position Paper Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*”, 7 maggio 2021, p. 18.

Dunque, se si osserva l'impatto che il nuovo regime europeo ha avuto sulla normativa nazionale, appare legittimo ritenere che le condizioni poste dalla Banca d'Italia per non ricadere nella riserva di cui all'articolo 11 del TUB debbano ritenersi ormai superate.

2.4 Osservazioni critiche circa il Regolamento

Dopo aver illustrato l'importanza strategica del *crowdfunding* nel finanziamento delle piccole realtà imprenditoriali (PMI e *start-up*) e gli istituti introdotti dal nuovo regime europeo, appare ora doveroso presentare alcune osservazioni in merito a tali novità.

Innanzitutto, va riconosciuto il rilievo che il Regolamento ha assunto nel disciplinare la prestazione di servizi di *crowdfunding*, nel fissare i requisiti concernenti l'organizzazione, l'autorizzazione e la vigilanza dei fornitori di servizi e nel richiedere la presenza di un sistema informativo trasparente.

Tuttavia, sebbene l'intervento legislativo abbia ricevuto un riscontro positivo da parte dei diversi operatori coinvolti, non possono essere sottaciuti i profili problematici che la disciplina lascia tuttora irrisolti.

Il presente paragrafo si propone di introdurre le principali problematiche che il Regolamento ha lasciato aperte, per poi, nei paragrafi seguenti, delineare le possibili soluzioni a favore dei partecipanti al *crowdfunding*.

A) Investitore

Per quanto riguarda l'investitore, una prima criticità emerge nella persistente asimmetria informativa che connota i rapporti tra le parti, giacché gli operatori del settore dispongono di una conoscenza approfondita e dettagliata delle informazioni relative all'investimento, mentre gli investitori, per converso, hanno una percezione limitata e parziale della reale consistenza del progetto.

Occorre, difatti, considerare che la gran parte degli utenti che accedono alle piattaforme, come in precedenza rilevato, appartiene alla categoria degli investitori non professionali, i quali non sempre sono in grado di interpretare correttamente le informazioni fornite dalla società offerente in relazione alle operazioni di vendita. Non solo, i finanziatori potrebbero sovrastimare il livello di *due diligence* condotto dai

gestori e farsi trarre in inganno dall'aspetto grafico e strutturale della piattaforma che, sovente, può infondere un livello ingiustificato di fiducia negli investitori³⁹⁵.

L'articolo 23 del Regolamento, infatti, dispone che la KIIS (scheda contenente le informazioni chiave) non sia soggetta ad alcuna preventiva verifica da parte delle autorità competenti, con la conseguenza che l'investitore assume integralmente i rischi dell'operazione. Il nodo problematico risiede nel fatto che l'investitore (*retail*), difettando delle necessarie competenze tecniche, non è in grado né di discernere le informazioni veritiere da quelle ingannevoli, né di valutare la proficuità del progetto proposto.

Tra le informazioni potenzialmente ingannevoli per il cliente si possono elencare, a titolo esemplificativo: una dichiarazione falsa, la presenza di errori nel divulgare fatti rilevanti circa il progetto o il suo ideatore o la comunicazione di informazioni inesatte o incomplete.

Un altro fattore che, se non adeguatamente prevenuto può costituire un disincentivo all'investimento, attiene al rischio di frode, il quale può manifestarsi sotto molteplici forme, quali il furto d'identità, il riciclaggio di denaro proveniente da attività illecite, il finanziamento del terrorismo o la violazione di dati sensibili. A ciò si aggiunge un'altra considerazione critica, desumibile dall'evidenza oggettiva secondo cui gli investitori, nella maggior parte dei casi, possiedono un'esperienza di investimento limitata; ne consegue che essi difficilmente sono in grado di elaborare e valutare le informazioni a loro disposizione traendo conclusioni corrette, atteso che la cosiddetta "folla" di investitori si configura, in realtà, come un "falso amico", poiché ciascun soggetto tende a lasciarsi influenzare dai comportamenti di altri presunti investitori senza possedere conoscenza delle ragioni sottese alle loro decisioni.

Ulteriormente, la natura illiquida della maggior parte degli investimenti effettuati in *crowdfunding* comporta che gli investitori non siano spesso in grado di liquidare le proprie posizioni in mercati secondari caratterizzati da adeguata liquidità.

Infine, un fattore scoraggiante per gli investitori *retail* concerne il grado di invasività delle informazioni richieste dal Regolamento prima della possibilità di investire. In particolare, la disciplina impone agli utenti non professionali di dichiarare il proprio

³⁹⁵ D. ZETSCHE, C. PREINER, "Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdfunding and Crowdfunding Market for Europe", *Eur Bus Org Law Rev*, 2018.

patrimonio netto, comprensivo di reddito, investimenti e prestiti ricevuti, al fine di calcolarne il 10% come misura massima dell'investimento consentito. La piattaforma è tenuta a raccogliere tali informazioni per monitorare l'attività del cliente e per inviare notifiche di *alert* ogniqualvolta lo stesso tenti di investire importi superiori a 1.000 euro o il 5% del proprio patrimonio netto.

B) Impresa proponente

Per quanto riguarda le imprese che presentano domanda di finanziamento, è doveroso evidenziare come non sia stata completamente risolta la problematica relativa ad alcune modalità di accesso alle piattaforme. Le preoccupazioni, infatti, sorgono dai casi di diverse società *target* che hanno dovuto condividere la loro proprietà intellettuale con i gestori delle piattaforme come condizione preliminare per il finanziamento, o hanno dovuto stipulare contratti onerosi in grado, potenzialmente, di ostacolare la crescita futura della PMI.

Si deve altresì considerare il rischio a cui si espone il titolare del progetto nel momento in cui rende pubblico il proprio progetto su un sito *online*, in quanto si espone alla possibilità che qualcuno si impossessi dei diritti di proprietà intellettuale dell'idea³⁹⁶. La tutela di quanto diffuso in rete si presenta, infatti, estremamente complessa, determinando una naturale tendenza da parte dei progettisti a diffondere informazioni limitate³⁹⁷.

Se è vero che il considerando 54³⁹⁸ dispone che, al fine di ridurre i costi di finanziamento e garantire un accesso agevole e rapido ai mercati dei capitali alle *start-up* e alle PMI, non sussiste l'obbligo di approvazione da parte di un'autorità competente della scheda contenente le informazioni, tuttavia, è motivo di preoccupazione la dipendenza di una PMI da una piattaforma. Questo perché il fornitore della piattaforma, potendo imporre all'impresa i propri interessi a pagamento, potrebbe, ad esempio, indurre la PMI ad acquistare un'altra impresa finanziata dalla piattaforma, o rinunciare alle opportunità commerciali offerte da altre imprese

³⁹⁶ P. ORLANDO, "Il fenomeno del crowdfunding: criticità e prospettive future", in *Rivista Diritto.it*, 27 Ottobre 2021.

³⁹⁷ A. DELIVORIAS, "Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play", *European Parliamentary Research Service (ERPS)*, 2017, pag.4 ss.

³⁹⁸ Considerando 54, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

finanziate dalla piattaforma, o far dipendere ulteriori finanziamenti da commissioni eclatanti³⁹⁹.

C) Piattaforma digitale

Quanto alla piattaforma digitale, un'osservazione deve essere fatta sul limite massimo di raccolta del capitale. Il nuovo Regolamento, come già osservato, ha fissato tale soglia a 5 milioni, nonostante in alcuni Paesi membri, tra cui l'Italia, il limite fosse precedentemente stabilito a 8 milioni. La modifica, in apparenza, non sembra incidere in maniera significativa, considerato il numero esiguo di campagne che hanno superato la soglia dei 5 milioni; nondimeno, non può escludersi che la frequenza di operazioni eccedenti tale limite possa progressivamente aumentare in futuro.

Ulteriore profilo critico riguarda l'operatività *cross-border*, posto che una piattaforma di *crowdfunding*, per poter esercitare la propria attività in un Paese diverso da quello di residenza, deve in ogni caso essere autorizzata a farlo, o quantomeno deve dichiarare i singoli Paesi in cui ha intenzione di operare e dimostrare che il sito presenti una versione in una lingua ufficiale dei paesi scelti. Tale onere, lungi dal costituire un adempimento formale, si traduce in un aggravio burocratico che appesantisce ulteriormente il processo di espansione transfrontaliera, già reso farraginoso dai tempi medi, prossimi ai sei mesi, necessari per ottenere l'autorizzazione a prestare servizi di *crowdfunding*, siano essi in forma di *equity* o di *lending*. In aggiunta, la piattaforma che intenda estendere la propria operatività in un altro Stato membro è altresì tenuta a specificare l'identità della persona fisica o giuridica responsabile della gestione delle offerte destinate a quel Paese, nonché la data a partire dalla quale l'attività transfrontaliera avrà effettivo inizio.

Occorre inoltre rilevare una carenza nella fase autorizzativa, disciplinata dall'articolo 12 del Regolamento, che prevede un accertamento dei requisiti di onorabilità e professionalità del *management* con una definizione troppo vaga del *management* stesso. Infatti, come sostenuto da parte della dottrina, "non è chiaro se detti requisiti debbano sussistere per l'organo amministrativo della piattaforma, per il personale

³⁹⁹ D. ZETZSCHE, C. PREINER, op. cit., 2018.

dirigente, o per tutti coloro che siano a capo di determinate strutture della piattaforma”⁴⁰⁰.

Giova, inoltre, richiamare come la direttiva MiFID II abbia introdotto un rigido sistema di identificazione e gestione dei rischi, imponendo agli intermediari obblighi di trasparenza e di costante aggiornamento nei confronti degli investitori in merito alle operazioni effettuate. Il nuovo Regolamento, per molti aspetti, sembra delineare un regime meno severo rispetto a quello disposto dalla MiFID II e, dunque, occorre domandarsi se il carattere innovativo del *crowdfunding* sia sufficiente a giustificare un trattamento normativo più indulgente rispetto a un’attività che, sotto il profilo sostanziale, presenta evidenti affinità con le dinamiche dei mercati finanziari tradizionali. È lecito, infatti, domandarsi se la mera circostanza che l’attività si svolga attraverso una piattaforma di *crowdfunding online*, anziché mediante un intermediario finanziario tipico (quali istituti bancari, società di gestione del risparmio e SIM), comporti realmente un livello di rischio inferiore per gli investitori e per i titolari dei progetti, tale da legittimare l’esclusione di specifiche tutele, tra cui, in particolare, la valutazione del mercato *target* previste, invece, nel quadro regolamentare della MiFID II.

Un ulteriore profilo di attenzione concerne le attività di facilitazione dello scambio di prestiti e valori mobiliari che le piattaforme possono porre in essere. In particolare, parte della dottrina ha evidenziato la necessità di chiarire: “ a) la portata delle attività di facilitazione di cessione dei prestiti e strumenti che una piattaforma può svolgere, senza eccedere i limiti previsti dal Regolamento; b) le implicazioni derivanti dall’applicazione alla cessione dei prestiti degli stessi limiti operativi previsti per la cessione di strumenti finanziari, considerato che la creazione di un sistema multilaterale di negoziazione di prestiti non è attualmente un’attività riservata”⁴⁰¹.

Ulteriormente, il Regolamento europeo non contempla la necessaria coordinazione tra la dimensione pubblicitaria del fenomeno e quella privatistica, ossia dei singoli rapporti giuridici che si formano all’interno della singola operazione di *crowdfunding*.

⁴⁰⁰ A. LERRO, “*Crowd Investing Cross Border - Osservazioni alla Proposta di Regolamento Europeo sui fornitori europei di servizi di investment crowdfunding per il business*”, Whitepaper-Crowdadvisors, p.10.

⁴⁰¹ ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, “*Position Paper Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*”, 7 maggio 2021, p. 4.

Ne consegue che l'uniforme applicazione della disciplina europea nei diversi Stati membri risulta inevitabilmente condizionata dalle interpretazioni che ciascun ordinamento nazionale riterrà di offrire.

Ulteriore criticità si rinviene nell'articolo 48, secondo cui “i fornitori di servizi possono continuare, conformemente al diritto nazionale applicabile, a prestare servizi di *crowdfunding* che sono inclusi nell'ambito di applicazione del presente regolamento fino al 10 novembre 2022 o fino al rilascio di un'autorizzazione di cui all'articolo 12, se tale data è anteriore”. Infatti, non è chiaro il significato di “in conformità con il diritto nazionale applicabile”, perché non chiarisce se il periodo transitorio si applica nei casi in cui: a) non esiste una legge nazionale che disciplina specificamente le attività di *crowdfunding*, ma comunque il diritto nazionale prevede che possano essere prestati i servizi se autorizzati; b) non esiste una legge nazionale e non si richiede né un'autorizzazione né una licenza.

Nei paragrafi seguenti si illustreranno le soluzioni a tali problematiche, nello specifico sulla tutela degli investitori e sul tema della responsabilità.

2.4.1 Le soluzioni alle problematiche sollevate dal *crowdfunding*

A partire dalle criticità e dalle osservazioni sopra delineate, di seguito si cercherà di profilare alcune possibili soluzioni. Dato che al profilo della tutela degli investitori è dedicato il §3.1.4, nel seguente paragrafo si presentano i possibili scenari per le piattaforme digitali (fornitori di servizi) e per i titolari di progetti (proponenti).

A) Piattaforma digitale

Il gestore di una piattaforma che intenda prestare servizi di *crowdfunding* necessita di un'apposita autorizzazione, il cui rilascio presuppone il previo assoggettamento a un *iter* procedimentale di natura complessa caratterizzato da stringenti adempimenti burocratici. I requisiti richiesti per il conseguimento del titolo autorizzativo attengono in via precipua alla predisposizione di un solido ed efficiente sistema di *governance*, promosso al fine di assicurare una corretta ed equilibrata gestione. Per questo si ritiene che gli obblighi che il Regolamento impone ai fornitori siano doverosi e giustificati dalla necessità di garantire un sistema di raccolta fondi trasparente ed equo verso l'interesse delle parti in gioco. In tale prospettiva, al fine di

prevenire condotte gestionali suscettibili di arrecare pregiudizio agli investitori, appare imprescindibile un'attenta e rigorosa verifica del possesso, da parte dei soggetti fisici che rivestono la qualifica di gestore, di requisiti di onorabilità e di adeguata competenza professionale. Parimenti, occorre che le piattaforme adottino misure idonee ed efficaci a contrastare fenomeni illeciti o comunque distorsivi.

L'onorabilità e la competenza professionale richieste in capo ai gestori delle piattaforme acquisiscono un ruolo chiave, poiché rappresentano garanzie imprescindibili per prevenire eventuali fenomeni di arbitraggio o di finanziamento del terrorismo che possono manifestarsi nell'attività dei fornitori di servizi. Per eludere quanto appena detto, lo stesso Regolamento statuisce "la necessità e la proporzionalità di assoggettare i fornitori di servizi di *crowdfunding* ad obblighi di conformità al diritto nazionale di attuazione della direttiva (UE) 2015/849⁴⁰² in relazione al riciclaggio o al finanziamento del terrorismo"⁴⁰³.

Si ritiene necessario, inoltre, prendere una posizione sul tema dei costi di adeguamento alla nuova disciplina che le piattaforme esistenti devono sostenere. Diversi esperti⁴⁰⁴, infatti, hanno stimato che l'adeguamento richiede "tra i 20 e i 60 mila euro a piattaforma solo per gli adempimenti obbligatori. Ma la spesa totale potrà essere molto più alta, perché va rivista anche tutta la parte di *due diligence* e di *user experience* delle attuali piattaforme. A partire, per esempio, dalla localizzazione dei siti"⁴⁰⁵. Ne consegue che tali costi si rivelano per le piattaforme di piccole dimensioni, la cui esperienza imprenditoriale è ancora in una fase embrionale, particolarmente gravosi e, in molti casi, insostenibili. Per evitare che tali oneri costituiscano un freno all'espansione delle piattaforme e del mercato, si ritiene auspicabile una certa flessibilità da parte delle autorità competenti, così da consentire un adeguamento graduale e maggiormente sostenibile. Questa considerazione vale *a fortiori* se si

⁴⁰² DIRETTIVA (UE) 2015/849 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la direttiva 2006/70/CE della Commissione.

⁴⁰³ Art. 45, par. 2, lett. p), REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

⁴⁰⁴ Tra cui Angelo Rindone, *Membro del Comitato Scientifico dell'Associazione Italiana Equity Crowdfunding (AIEC)*, docente per la *The Fund Raising School* di Aiccon e CEO di *Folkfunding srl Benefit*, e Alessandro Lerro, *Presidente del Comitato Scientifico dell'Associazione Italiana (AIEC)*.

⁴⁰⁵ A. RINDONE, nell'articolo di B. AMURO, "*Crowdfunding: è nato un nuovo mercato unico in Europa!*", 25 novembre 2021.

considera il rischio, tutt'altro che remoto, che le piattaforme ben strutturate sopravvivano acquisendo, nel migliore dei casi, o facendo estinguere, nel peggiore dei casi, le piattaforme di nuova costituzione.

Inoltre, parte della dottrina sostiene la necessità di definire in maniera puntuale le competenze di vigilanza sulle piattaforme di *crowdfunding*, affinché esse tengano conto dell'esigenza di contenere gli oneri di *compliance* gravanti su soggetti che, dal punto di vista del rischio sistemico, presentano una rilevanza limitata⁴⁰⁶.

Con riguardo alla problematica sollevata dall'articolo 48 in tema di applicazione del diritto nazionale durante il regime transitorio, l'ESMA afferma che tale periodo deve intendersi applicabile a tutti i soggetti che prestano servizi di *crowdfunding* rientranti nell'ambito di applicazione del Regolamento ai sensi del diritto nazionale, dove per diritto nazionale si può intendere sia un regime specifico di *crowdfunding* o un'altra legislazione applicabile o, semplicemente, il diritto privato applicabile alle operazioni di raccolta fondi *online* in quello specifico Stato membro⁴⁰⁷.

Infine, per quanto concerne la mancata coordinazione, all'interno del Regolamento, tra la dimensione pubblicistica e quella privatistica del fenomeno, si ritiene che il legislatore avrebbe potuto optare per una scelta maggiormente incisiva, irrigidendo la disciplina mediante la regolamentazione diretta anche degli aspetti privatistici delle operazioni di raccolta fondi. In tal modo, il Regolamento avrebbe assunto carattere speciale rispetto alle normative generali sui negozi di finanziamento proprie delle legislazioni interne, evitando di rimettere l'applicazione della disciplina comunitaria alle differenti interpretazioni che, inevitabilmente, i singoli ordinamenti nazionali offriranno.

B) Proponente

Un titolare di progetto è tenuto a garantire la massima trasparenza nella comunicazione delle informazioni relative alla propria iniziativa. Non può tuttavia escludersi che sorgano criticità qualora la piattaforma non predisponga adeguati

⁴⁰⁶ CHIOMENTI, op. cit.

⁴⁰⁷ EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY (ESMA), “*Questions and Answers - On the European crowdfunding service providers for business Regulation*”. 19 November 2021 | ESMA35-42-1088, p. 10.

strumenti di tutela, esponendo così il proponente al rischio che terzi si appropriino indebitamente dell'idea progettuale.

Ai fini della protezione dell'investitore, risulta imprescindibile che la scheda contenente le informazioni chiave sul progetto sia dettagliata e completa, conformemente a quanto richiesto dall'articolo 24, spetterà poi al fornitore di servizi tutelare il progetto ed evitare possibili appropriamenti da parte di terzi dell'idea. Infatti, nonostante in Italia una tutela sia garantita dalla legge n. 633/1941 sul diritto d'autore, la rete rimane un luogo in cui è difficile proteggere quanto si diffonde in essa⁴⁰⁸.

Data la possibilità che il gestore della piattaforma imponga alle imprese determinate condotte finalizzate ad avvantaggiare alcuni progetti rispetto ad altri, si rivela di particolare utilità la previsione di cui all'articolo 8 del Regolamento, che mira a prevenire situazioni di conflitto d'interessi. Tale disposizione, infatti, vieta ai fornitori di servizi di ammettere come titolari di progetti: (i) i partecipanti al capitale che detengano una quota pari o superiore al 20% del capitale azionario o dei diritti di voto; (ii) i dirigenti o dipendenti della piattaforma; (iii) qualsiasi persona fisica o giuridica legata da un vincolo di controllo agli azionisti, ai dirigenti o ai dipendenti, ai sensi dell'articolo 4 della direttiva 2014/65/UE⁴⁰⁹. A ciò si aggiunga che, in forza dell'articolo 13, paragrafo 3, il gestore deve astenersi da raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle offerte, che possano condizionare l'andamento delle adesioni. In tal modo, egli assume una posizione di terzietà, astenendosi dal favorire una proposta rispetto a un'altra o dal sollecitare l'adesione a una specifica offerta⁴¹⁰.

Infine, pone un problema anche la possibilità che la campagna non consegua l'obiettivo prefissato e che ne derivi un danno reputazionale per il proponente, ad esempio nel caso in cui non venga raggiunto il *target* economico stabilito; in tale caso, la dottrina ha prospettato quale soluzione l'adozione del modello delle 3F (*family, friends and fools*), che implica il coinvolgimento della propria famiglia, dei propri amici e dei *social network* per aumentare la possibilità di successo.

⁴⁰⁸ LEGGE 22 aprile 1941, n. 633, “Protezione del diritto d'autore e di altri diritti connessi al suo esercizio”.

⁴⁰⁹ DIRETTIVA 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva 2011/61/UE.

⁴¹⁰ N. CIOCCA, “Il finanziamento. I portali per il Crowdfunding”, in M. CIAN, C. SANDEI, “Diritto del FinTech”, CEDAM, 2020, pp. 272-273.

2.4.2 Responsabilità civile e lacune del regolamento

Tra i contenziosi in materia bancaria e finanziaria si registrano con frequenza casi di clienti che adiscono le vie giudiziarie al fine di ottenere il risarcimento dei danni subiti in relazione ai propri investimenti, chiedendo che venga accertata la responsabilità dei fornitori di servizi. Questi, infatti, sono gravati dall'obbligo di osservare una specifica diligenza professionale, che si traduce nel dovere di informare in modo completo e puntuale l'investitore circa i rischi connessi all'operatività sui mercati finanziari⁴¹¹. È dunque imprescindibile che le informazioni messe a disposizione dell'investitore risultino adeguate e comprensibili, così da fornirgli gli strumenti necessari per compiere scelte consapevoli e libere circa le operazioni da intraprendere.

In tema di intermediazione finanziaria, la Corte di cassazione⁴¹² ha statuito che la violazione dei doveri di informazione del cliente e di corretta esecuzione delle operazioni, doveri imposti a carico dei soggetti autorizzati alla prestazione dei servizi di investimento, può dar luogo tanto a responsabilità precontrattuale (art. 1337 cc.⁴¹³) quanto a responsabilità contrattuale (1218 cc.⁴¹⁴). La prima si configura qualora le violazioni si collochino nella fase che precede o coincide con la stipulazione del contratto di intermediazione, destinato a regolare i rapporti futuri tra le parti (cd. contratto quadro). La seconda, invece, ricorre nell'ipotesi in cui le violazioni riguardino le operazioni di investimento o disinvestimento compiute in esecuzione del contratto quadro.

Appare, pertanto, necessario approfondire in quali circostanze la responsabilità possa gravare sul fornitore di servizi, in quali ricadere sul titolare del progetto e in quali, ancora, sull'investitore stesso. Con riferimento al fornitore, egli è tenuto non solo a mettere a disposizione dei potenziali investitori tutte le informazioni chiave sull'investimento e a segnalare in modo chiaro il grado di rischiosità dell'operazione,

⁴¹¹ D. D'AGOSTINO, "Presunzione di responsabilità degli intermediari finanziari", 29 luglio 2020.

⁴¹² Cassazione, Sezioni Unite, 19.12.2007, sent. n. 26724.

⁴¹³ "Le parti, nello svolgimento delle trattative e nella formazione del contratto, devono comportarsi secondo buona fede".

⁴¹⁴ "Il debitore che non esegue esattamente la prestazione dovuta è tenuto al risarcimento del danno, se non prova che l'inadempimento o il ritardo è stato determinato da impossibilità della prestazione derivante da causa a lui non imputabile".

ma anche a garantire un'attività di assistenza e di guida nella scelta, che vada oltre le informazioni essenziali contenute nella scheda informativa (KIIS).

Si può dunque affermare che il fornitore di servizi non è responsabile del mancato successo dell'investitore qualora: (i) ponga in essere e applichi procedure adeguate per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella KIIS; (ii) individui omissioni, errori o imprecisioni e tempestivamente imponga al titolare di sanare tali informazioni⁴¹⁵; (iii) pubblichi la scheda e la tenga costantemente aggiornata, garantendo al cliente di venire a conoscenza di eventuali modifiche; (iv) eserciti un livello minimo di adeguata verifica nei confronti dei titolari di progetti.

Per quanto riguarda il titolare del progetto, questi è tenuto a dichiarare che le informazioni riportate nella scheda siano conformi ai fatti e che questa non contenga omissioni tali da comprometterne il senso⁴¹⁶. Qualora vi siano fatti discordanti dalla realtà progettuale od omissioni, “gli Stati membri dispongono la responsabilità di almeno il titolare del progetto o dei suoi organi amministrativi, di direzione o di controllo”⁴¹⁷.

I Paesi membri, inoltre, provvedono a dare attuazione alle proprie disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di responsabilità civile verso i responsabili delle informazioni fornite nella KIIS, nei seguenti casi:

- a) le informazioni sono fuorvianti o imprecise;
- b) la scheda omette informazioni fondamentali e necessarie per aiutare gli investitori a valutare se finanziare il progetto di *crowdfunding*⁴¹⁸.

A conferma di ciò, l'Allegato I al Regolamento prescrive un'apposita attestazione di responsabilità del titolare del progetto, il quale “dichiara, per quanto a sua conoscenza, che non sono state omesse informazioni o che nessuna di queste è sostanzialmente fuorviante o imprecisa. Il titolare del progetto è responsabile dell'elaborazione della presente scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento”⁴¹⁹.

⁴¹⁵ Art. 23, par. 12, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

⁴¹⁶ A. LERRO, “*Crowd Investing Cross Border - Osservazioni alla Proposta di Regolamento Europeo sui fornitori europei di servizi di investment crowdfunding per il business*”, Whitepaper-Crowd advisors, p. 13.

⁴¹⁷ Art. 23, par. 9, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

⁴¹⁸ Art. 23, par. 10, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

⁴¹⁹ Allegato I, REGOLAMENTO 2020/1503.

Alla luce delle considerazioni sin qui esposte, si sostiene che il proponente risponda in via esclusiva dell'elaborazione della scheda e della veridicità delle informazioni ivi riportate; mentre le responsabilità inerenti alla pubblicazione della scheda e al suo eventuale aggiornamento gravano sul gestore della piattaforma.

Tuttavia, prima dell'entrata in vigore del Regolamento, tale distinzione non era mai stata formalmente delineata, causando divergenti interpretazioni nei singoli Paesi. L'auspicio è che, con la nuova disciplina, piattaforme e proponenti, al fine di evitare profili di responsabilità, siano sempre più indotti ad adottare prassi improntate a una comunicazione chiara e dettagliata nei confronti degli investitori.

Gli utenti, infatti, nel momento in cui decidono di destinare risorse alle piattaforme di *crowdfunding*, si assumono oneri rilevanti che necessitano di adeguate forme di tutela. Come segnalato dal Regolamento, l'investimento comporta il rischio di perdita parziale, anche totale, del capitale impiegato, rischio che non è coperto dai regimi di garanzia dei depositi.

Per poter ottenere un risarcimento, l'investitore deve fornire la prova del danno subito e dimostrare l'esistenza di un nesso di causalità tra tale pregiudizio e la violazione degli obblighi informativi imputabile all'intermediario. A tal riguardo, il Regolamento impone ai gestori di garantire ai clienti la possibilità di presentare gratuitamente reclami nei loro confronti⁴²⁰ e, in ipotesi di presunte violazioni da parte dei fornitori, riconosce ai soggetti più deboli il diritto di adire le autorità competenti.

In seguito ad un'attenta analisi si evince dunque che una chiara ed omogenea applicazione della disciplina in materia di responsabilità, oltre a costituire presidio irrinunciabile per la tutela dei singoli investitori, rappresenta condizione essenziale per consentire al fenomeno del *crowdfunding* di consolidarsi e svilupparsi ulteriormente nel mercato finanziario europeo.

⁴²⁰ Art. 7, par. 2, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

CAPITOLO 3

LA TUTELA DEL CONSUMATORE-INVESTITORE ALLA LUCE DEL REGOLAMENTO ECSP E DELLE RECENTI DISPOSIZIONI

3.1 La tutela dell'utente secondo l'ordinamento. – 3.2 Il rapporto tra investitore e consumatore. – 3.3 Attuazione e tutele previste dal Regolamento ECSP. – 3.3.1 Attuazione in Italia: Consob e Banca d'Italia. – 3.3.2 Attuazione in Europa. – 3.3.3 Adeguamento delle piattaforme digitali alla nuova disciplina. – 3.3.4 La tutela del Regolamento ECSP per i soggetti più deboli sul mercato. – 3.3.4.1 Tutela dell'investitore nel *marketplace lending*. – 3.3.4.2 Clausole vessatorie *ex art. 33 cod. cons.* – 3.3.4.3 Interventi dell'ABF nella risoluzione delle controversie. – 3.3.5 Giudizi e valutazioni degli *stakeholder* sul Regolamento. – 3.3.5.1 Interviste degli investitori sofisticati. – 3.3.5.2 Considerazioni degli investitori *retail*. – 3.3.5.3 *Survey* sui gestori di portali. – 3.3.6 Il caso della piattaforma digitale "*Recrowd*". – 3.4 La Direttiva *Omnibus*: nuove tutele per il consumatore. – 3.4.1 Obiettivi della Direttiva. – 3.4.2 Modifiche introdotte al D.lgs. 6 settembre 2005 n. 206. – 3.5 Critica alla tutela apprestata dalla piattaforma. – 3.5.1 Quando un soggetto si può dire informato?. – 3.5.1.1 Tutela dell'affidamento. – 3.5.2 Prospettive per il futuro.

3.1 La tutela dell'utente secondo l'ordinamento

I quattro strumenti principali adottati dall'ordinamento al fine di promuovere un mercato digitale con al centro la tutela degli utenti sono il Codice del consumo, il *Digital Services Act* (DSA), la Direttiva *Omnibus* e il Regolamento ECSP. L'entrata in vigore del Codice del consumo (d.lgs. 206/2005⁴²¹), che raccoglie e riordina la normativa a tutela del consumatore, ha rappresentato una vera pietra miliare in questo campo. Prima della sua entrata in vigore, infatti, la disciplina dei rapporti di consumo era rimessa alla legislazione di settore che, rifluendo in applicazioni disorganiche delle direttive comunitarie, generava frammentazione e incertezza. In tale scenario, l'opera di riassetto ha assunto quale filo conduttore l'intero ciclo del rapporto di consumo, scandendone le fasi essenziali: dalla pubblicità alla corretta informazione precontrattuale, dalla formazione ed esecuzione del contratto alla sicurezza dei

⁴²¹ D.lgs. n. 206 del 6 settembre 2005, a norma dell'art. 7 della l. delega n. 229/2003, in attuazione di una serie di direttive dell'Unione Europea.

prodotti, sino all'accesso alla giustizia e al riconoscimento del ruolo delle associazioni rappresentative dei consumatori.

In particolare, l'articolo 2 elenca i diritti del consumatore ritenuti fondamentali, tra i quali vi sono: la sicurezza e la qualità dei prodotti e dei servizi; un'adeguata informazione e una corretta pubblicità; l'esercizio delle pratiche commerciali secondo i principi di correttezza e di lealtà e, infine, la trasparenza e l'equità nei rapporti contrattuali.

L'esplicito riconoscimento di tali diritti riveste peculiare rilievo, in quanto, per la prima volta, si riconosce una tutela giurisdizionale non soltanto ai diritti che attengono alla persona come individuo, ma anche a quelli che riguardano la persona quale membro delle formazioni sociali nelle quali si svolge la sua personalità⁴²².

Al fine di garantire una tutela adeguata, sia individuale sia collettiva, è necessario chiarire che cosa s'intenda per 'tutela' di un diritto e, nello specifico, approfondire che cosa significhi avere il diritto a un'adeguata informazione e a una corretta pubblicità. Per garantire tale diritto, il Codice del Consumo impone ai produttori una serie di obblighi e di limiti, in quanto i consumatori, sovente, non dispongono degli strumenti idonei a cogliere eventuali informazioni non corrette o condotte ingannevoli.

Come affermato dal Ministero dello sviluppo economico (MISE), "il diritto a una adeguata informazione, dunque, deve leggersi in senso passivo, ovvero, nell'obbligo di informare il consumatore, ciò per riequilibrare il rapporto di consumo che vede il consumatore come elemento debole (c.d. asimmetria informativa)"⁴²³.

L'obiettivo ultimo delle disposizioni dettate dal Codice del Consumo è che ogni consumatore sia effettivamente consapevole e, dunque, informato circa la sicurezza, la composizione e la qualità dei prodotti. Se si guarda, in specie, al *crowdfunding*, tale richiesta implica che l'utente sia in grado di valutare, con cognizione, i vantaggi e i rischi del singolo progetto.

Quanto al diritto a una corretta pubblicità, giova richiamare la definizione espressa dal decreto legislativo n. 145/2007, che qualifica la pubblicità come "qualsiasi forma di messaggio diffuso, in qualsiasi modo, nell'esercizio di un'attività commerciale, industriale, artigianale o professionale, allo scopo di promuovere il trasferimento di

⁴²² Documento del Ministero dello Sviluppo Economico, mise.gov.it.

⁴²³ V. nota *supra*.

beni mobili o immobili, la prestazione di opere o di servizi, oppure la costituzione o il trasferimento di diritti e obblighi su di essi”⁴²⁴. Ne discende che il diritto a una corretta pubblicità si esaurisce nel rispetto di determinati limiti e divieti, funzionali a garantire che il messaggio rivolto al consumatore sia chiaro, trasparente e non ingannevole, così da preservare l’equilibrio del rapporto di consumo e l’effettività delle tutele riconosciute dall’ordinamento.

Il Codice del Consumo ha posto le basi per una tutela adeguata in capo al consumatore, che è stata estesa dall’entrata in vigore del *Digital Services Act* (DSA)⁴²⁵, il quale ha come scopo di salvaguardare gli utenti *online* dalla presenza di contenuti illegali in rete e di disciplinare i doveri dei fornitori di servizi digitali.

Come si legge in una relazione del Parlamento Europeo, per affrontare con maggior efficacia i contenuti illegali occorre “introdurre obblighi giuridici per i fornitori di servizi digitali in materia di trasparenza significativa, procedure armonizzate, garanzie procedurali e responsabilità per la moderazione dei contenuti, nonché misure proattive per affrontare la comparsa di contenuti illegali all’interno dei loro servizi”⁴²⁶.

Il *Digital Services Act*, approvato il 19 ottobre 2022, definisce in modo chiaro le competenze e le responsabilità dei prestatori di servizi intermediari, con particolare riguardo alle piattaforme *online*, come i *social media* e i mercati digitali. Questo, infatti, statuisce obblighi puntuali in materia di dovere di diligenza per taluni servizi intermediari, già delineati nella Proposta di regolamento, tra i quali figurano l’istituzione di “procedure di notifica e azione per i contenuti illegali e la possibilità di impugnare le decisioni delle piattaforme in tema di moderazione dei contenuti, la proposta intende migliorare la sicurezza *online* degli utenti in tutta l’Unione e la protezione dei loro diritti fondamentali”⁴²⁷. Come dispone l’articolo 1 del *Digital Services Act* “l’obiettivo del presente regolamento è contribuire al corretto funzionamento del mercato interno dei servizi intermediari stabilendo norme

⁴²⁴ Art. 2, co. 1, lett. a), Decreto Legislativo 2 agosto 2007, n. 145.

⁴²⁵ REGOLAMENTO (UE) 2022/2065 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 19 ottobre 2022 relativo a un mercato unico dei servizi digitali e che modifica la direttiva 2000/31/CE (regolamento sui servizi digitali).

⁴²⁶ Relazione sull’atto sui servizi digitali e le questioni sollevate in materia di diritti fondamentali (2020/2022(INI)), Commissione per le libertà civili, la giustizia e gli affari interni, Relatore: Kris Peeters, 1 ottobre 2020, p. 17.

⁴²⁷ Proposta di REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la direttiva 2000/31/CE, Bruxelles, 15.12.2020 COM(2020) 825 *final* 2020/0361 (COD).

armonizzate per un ambiente *online* sicuro, prevedibile e affidabile che faciliti l'innovazione e in cui i diritti fondamentali sanciti dalla Carta, compreso il principio della protezione dei consumatori, siano tutelati in modo effettivo”.

Nel nuovo quadro normativo sono previsti obblighi ritenuti essenziali a garantire una più incisiva tutela del consumatore, tra i quali: (i) l'adozione di norme per la rimozione di beni, servizi o contenuti illegali in rete, (ii) per le piattaforme di grandi dimensioni, il rispetto dei doveri di *risk-based compliance*, mediante l'adozione di misure proporzionate al rischio volte a prevenire abusi dei loro sistemi, (iii) l'assunzione di misure di trasparenza di ampia portata, anche per quanto riguarda la pubblicità *online* e gli algoritmi utilizzati per consigliare contenuti agli utenti.

Il terzo strumento è rappresentato dalla Direttiva (UE) n. 2019/2161 (nota come “Direttiva *Omnibus*”), che detta un aumento delle tutele in capo al consumatore, poiché interviene in chiave di modernizzazione su quattro pilastri del diritto europeo (clausole vessatorie, indicazione dei prezzi, pratiche commerciali sleali, diritti dei consumatori), imponendo agli Stati membri una trasposizione entro il 28 novembre 2021 e un'applicazione dal 28 maggio 2022⁴²⁸. Con un'impostazione dichiaratamente orizzontale, la riforma non sostituisce il quadro previgente, ma lo riallinea all'economia delle piattaforme, rafforzando l'effettività delle garanzie e l'omogeneità dell'*enforcement* nello spazio dell'Unione.

Nel merito, rinviando per un'analisi puntuale al paragrafo 3.4, la direttiva introduce un catalogo di novità che, pur rispettando la sistematica originaria, ne accrescono la forza prescrittiva: l'inasprimento delle sanzioni per illeciti diffusi o transfrontalieri, ancorate, in chiave dissuasiva, al fatturato dell'operatore; obblighi rafforzati di trasparenza per i *marketplace online*, tenuti a rendere intellegibili i parametri di posizionamento delle offerte e la qualifica del venditore; la segnalazione dei prezzi personalizzati quando determinati da processi automatizzati; il presidio dell'autenticità delle recensioni, con divieto di *fake reviews* e dovere di illustrare le verifiche svolte; la disciplina degli annunci di riduzione di prezzo, che impone il richiamo del prezzo più basso praticato nei trenta giorni anteriori; il consolidamento dei rimedi individuali

⁴²⁸ DIRETTIVA (UE) 2019/2161 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 che modifica la direttiva 93/13/CEE del Consiglio e le direttive 98/6/CE, 2005/29/CE e 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione relative alla protezione dei consumatori.

contro le pratiche scorrette e l'aggiornamento degli obblighi informativi per i contratti a distanza e per i servizi digitali, ivi compresi quelli forniti in cambio di dati personali. Ne scaturisce un ambiente regolatorio più prevedibile e coerente, nel quale la chiarezza delle regole e la proporzionalità delle sanzioni concorrono a decisioni d'acquisto consapevoli e a una competizione leale tra operatori.

Infine, il quarto, e più recente, intervento è rappresentato dal Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* (ECSP).

Data la dettagliata analisi del quadro normativo e della tutela dell'investitore presentate, rispettivamente, nel capitolo secondo e nel paragrafo 3.3, in questa sezione si ribadisce, soltanto, la portata sistemica nell'ottica di un'armonizzazione, a livello europeo, delle tutele approntate in favore del singolo utente che accede al mercato digitale. In tale prospettiva, il Regolamento impone ai fornitori di servizi di mettere in atto una politica idonea a ridurre i rischi connessi all'investimento e ad assicurare un trattamento equo di tutti i clienti, così orientando, anche sul piano organizzativo e procedurale, la condotta degli operatori verso standard di correttezza e trasparenza coerenti con le finalità di protezione dell'utenza⁴²⁹.

3.2 Il rapporto tra investitore e consumatore

Nel dibattito dottrinale si è a lungo coltivata l'idea di una dicotomia tra investitore e consumatore: il primo, custode del risparmio che alloca in strumenti finanziari per trarne un rendimento; il secondo, soggetto che spende per soddisfare bisogni, senza perseguire un ritorno economico diretto. Tale contrapposizione, tuttavia, si rivela più apparente che reale quando si consideri il contesto del mercato digitale dei servizi finanziari, nel quale l'investitore al dettaglio, agendo al di fuori di scopi professionali, fruisce di servizi offerti da un operatore qualificato e, dunque, si pone, funzionalmente, nella medesima condizione di protetto propria del consumatore. Muovendo da questa premessa, la presente ricostruzione propone di assimilare la figura dell'investitore *retail* a quella del consumatore, istituendo un parallelismo metodologico tra il Regolamento ECSP, che presidia l'offerta di servizi di *crowdfunding* mediante regole di trasparenza, correttezza, test di appropriatezza e strumenti informativi come il *Key Investment Information Sheet*, e la Direttiva

⁴²⁹ Considerando 18, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

Omnibus, che, intervenendo sulle pratiche commerciali e sulla pubblicità, rafforza sanzioni, rimedi e obblighi di informazione nei rapporti B2C⁴³⁰. In tal modo si mostra come le due architetture, pur nascendo da basi normative distinte, convergano teleologicamente nel medesimo canone protettivo, volto a rimediare all'asimmetria informativa e di potere contrattuale che caratterizza l'utente non sofisticato.

Alla domanda se le due discipline siano "scambiabili" o vadano tenute rigidamente separate, giova richiamare una riflessione della dottrina, secondo cui "dal punto di vista economico, apparentemente, "risparmiatore" e "consumatore" potrebbero sembrare soggetti che hanno attitudini diverse, anzi, opposte [...]. Ma l'ossimoro non è che una mera illusione: la qualità di risparmiatore è coesistente a quella di consumatore e viceversa. In tanto il consumatore diventa risparmiatore in quanto abbia una maggiore o minore propensione al risparmio; ma è dato comune riscontrare come ciascun consumatore, almeno finché non consuma per intero il prodotto, tenda ad investire ciò che risparmia"⁴³¹.

L'assimilazione tra consumatore e investitore al dettaglio è, per lo più, rinvenibile nelle modalità della contrattazione con l'intermediario finanziario. La dottrina, pur non concordando circa la piena identificazione delle due figure, tende a individuare nella standardizzazione del rapporto e nell'accentuato squilibrio informativo gli elementi di maggiore similitudine tra i rapporti contrattuali tra consumatori e professionisti e quelli tra investitori al dettaglio e operatori qualificati⁴³². La debolezza informativa è stata, pertanto, elevata a principale motivo di comunanza, al punto che, in chiave volutamente sillogistica, si è sostenuto: il risparmiatore è debole perché disinformato; la disinformazione rende strutturalmente debole il consumatore; dunque, il risparmiatore è, a tutti gli effetti, un consumatore⁴³³.

Una tale ricostruzione, tuttavia, appare riduttiva: sebbene tali tratti siano condivisi, essi non esauriscono gli elementi di comunanza che connotano i rapporti in esame. Oltre

⁴³⁰ "Business-to-consumer", utilizzata per descrivere il modello di *business* e gli scambi commerciali che prevedono che un'azienda venda prodotti o servizi direttamente al consumatore finale. L'espressione B2C è particolarmente usata in riferimento alle transazioni avvenute *online* tra azienda e consumatori.

⁴³¹ G. ALPA, "L'informazione del risparmiatore", in *Banca borsa tit. cred.*, 1990, I, p. 476.

⁴³² R. RESTUCCIA, "La figura dell'investitore e la graduazione della tutela", in *Riv. trim. dir. Economia*, 4/2013, p. 227 ss.

⁴³³ F. GRECO, "Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell'intermediazione finanziaria", in *Quaderni Banca Borsa tit. cred.*, Giuffrè, Milano, 2020, p. 5 ss.

alla dimensione informativa e alla serialità contrattuale, si rilevano infatti profili ulteriori, di ordine strutturale (asimmetria di potere negoziale, confezionamento delle condizioni) e funzionale (finalità protettive dell'ordinamento, presidi di correttezza e trasparenza), che concorrono a giustificare un trattamento normativo convergente delle due posizioni.

Ne discende che, salva la specificità di taluni precetti settoriali, la *ratio* della tutela è unitaria: l'investitore al dettaglio è, in quanto destinatario debole dell'atto di intermediazione, consumatore di servizi finanziari; e le garanzie predisposte dal Regolamento ECSP (§3.3) e dalla Direttiva *Omnibus* (§3.4) si illuminano reciprocamente, componendo un quadro coerente che presidia informazione, correttezza e rimedi nel ciclo complessivo di decisione e adesione all'offerta.

3.3 Attuazione e tutele previste dal Regolamento ECSP

Nell'ordinamento dell'Unione europea, poiché il Regolamento (UE) 2020/1503 si applica direttamente ex art. 288 TFUE, non si dà luogo a recepimento, bensì, in attuazione dell'art. 29 del medesimo Regolamento, alla designazione da parte degli Stati membri delle autorità competenti, le cui funzioni, ove pluriarticolate, vengono ripartite secondo i rispettivi assetti amministrativi, e alla comunicazione di tali informazioni all'ESMA, che cura la pubblicazione dell'elenco ufficiale dei soggetti competenti, con ciò assicurandosi, per un verso, la certezza del diritto e la trasparenza istituzionale e, per altro verso, l'immediata intelligibilità del perimetro di vigilanza⁴³⁴. Ne consegue che la cornice uniforme è garantita sul piano delle regole sostanziali direttamente applicabili, mentre i profili procedurali e sanzionatori sono coordinati nell'ordinamento interno alla luce dei principi nazionali, nonché nel rispetto dei meccanismi di cooperazione amministrativa previsti dal diritto dell'Unione. La disciplina, come visto nel capitolo precedente, è entrata in applicazione il 10 novembre 2021 e, per effetto di un periodo transitorio, di cui all'articolo 48 del Regolamento,

⁴³⁴ Art. 29, REGOLAMENTO (UE) 2020/1503, “1. Gli Stati membri designano le autorità competenti responsabili dell'espletamento delle funzioni e dei compiti previsti dal presente regolamento e ne informano l'ESMA. 2. Qualora gli Stati membri designino più autorità competenti a norma del paragrafo 1, essi stabiliscono i loro rispettivi compiti e designano una di esse come punto di contatto unico per la cooperazione amministrativa transfrontaliera tra le autorità competenti e con l'ESMA. 3. L'ESMA pubblica sul proprio sito web l'elenco delle autorità competenti designate conformemente al paragrafo 1”.

disposto e successivamente prorogato dalla Commissione, si è consentito ai gestori di portali di *crowdfunding*, già operanti in base ai regimi nazionali, di rimanere sottoposti alle norme previgenti fino al 10 novembre 2023 o, se antecedente, fino all'ottenimento della nuova autorizzazione basata sul Regolamento europeo in questione⁴³⁵. Tale autorizzazione, rilasciata dall'autorità competente dello Stato d'origine, abilita, attraverso il meccanismo del passaporto, l'operatività transfrontaliera previa notifica alle autorità degli Stati ospitanti, permanendo la responsabilità di vigilanza in capo all'*home supervisor* e instaurandosi, a presidio dell'integrità del mercato, forme strutturate di scambio informativo e di collaborazione fra autorità, che, integrando il quadro sostanziale uniforme con una *governance* multilivello della supervisione, mirano a evitare la frammentazione regolatoria, a garantire la comparabilità delle tutele e a rafforzare l'effettività degli strumenti predisposti a salvaguardia degli investitori, segnatamente non sofisticati, nell'ecosistema digitale del *crowdfunding*.

Nel presente capitolo si intende analizzare e approfondire in che modo l'entrata in applicazione del Regolamento ECSP, la cui operatività, influenzando sull'assetto dei doveri informativi e sui presidi di condotta delle piattaforme, ridefinisce le coordinate della protezione nei mercati digitali, abbia inciso sulla tutela dell'investitore, con precipuo riguardo all'investitore *retail*. Si prenderanno le mosse pertanto da una ricostruzione del ruolo attribuito alle Autorità nazionali competenti, le quali, nella cornice del riparto di funzioni delineato dal legislatore europeo, sono chiamate a presidiare l'effettività delle garanzie, a vigilare sull'osservanza delle regole e a coordinarsi, anche in chiave cooperativa, per assicurare che gli standard di protezione si traducano, al di là delle enunciazioni normative, in pratiche conformi idonee a prevenire asimmetrie informative e a favorire decisioni d'investimento consapevoli.

⁴³⁵ E. MACCHIAVELLO, “La regolazione del *crowdfunding* in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di *crowdfunding* operanti in Italia e questioni ancora aperte”, in *Riv. di Diritto Bancario*, fasc. I, sez. I, 2024.

3.3.1 Attuazione in Italia: Consob e Banca d'Italia

Tra i principi e i criteri direttivi per l'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del Regolamento ECSP, la legge del 4 agosto 2022, n. 127 (Legge di delegazione europea 2021) ha stabilito che le autorità italiane competenti ai sensi dell'articolo 29 del Regolamento ECSP siano la Consob e la Banca d'Italia, avendo riguardo per le rispettive funzioni e prevedendo forme di opportuno coordinamento⁴³⁶. In seguito, il 10 marzo 2023⁴³⁷ il decreto legislativo n. 30, decreto attuativo del Regolamento ECSP, ha previsto che: la Consob, sentita la Banca d'Italia, provveda all'autorizzazione e alla revoca dei fornitori di servizi di *crowdfunding* ai sensi degli articoli 12 e 17 del Regolamento ECSP; mentre la Banca d'Italia, sentita la Consob, rilasci e revochi le autorizzazioni per i fornitori di servizi di *crowdfunding* quando richiedenti sono banche, istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari *ex* articolo 106 TUB⁴³⁸.

Il Decreto, inoltre, all'articolo 1, comma 5, designa la Consob quale autorità competente a vigilare sull'osservanza degli obblighi in materia di trasparenza e correttezza, comprese le procedure per una corretta prestazione dei servizi di *crowdfunding*, la gestione di conflitti di interesse potenzialmente pregiudizievoli per i clienti (compresi quelli derivanti dai sistemi di remunerazione e incentivazione), la disciplina degli incentivi, il trattamento dei reclami e le modalità di esercizio della funzione di controllo della conformità alle norme, qualora prevista. L'articolo prosegue attribuendo alla Consob il compito di individuare le disposizioni nazionali applicabili alle comunicazioni di *marketing* diffuse sul territorio della Repubblica e a svolgere la relativa attività di monitoraggio.

La Banca d'Italia è, per converso, individuata quale autorità competente ad assicurare che i fornitori di servizi rispettino gli obblighi in tema di: (i) adeguatezza patrimoniale e contenimento del rischio; (ii) governo societario e requisiti organizzativi; (iii) organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni e sistemi di remunerazione

⁴³⁶ LEGGE 4 agosto 2022, n. 127, Delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri atti normativi dell'Unione europea - Legge di delegazione europea 2021.

⁴³⁷ Decreto Legislativo del 10 marzo 2023, n. 30, Attuazione del regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937.

⁴³⁸ Cfr. §1.4.2.

e incentivazione; (iv) requisiti degli esponenti aziendali nonché dei partecipanti al capitale che detengono almeno il 20 per cento del capitale o dei diritti di voto⁴³⁹.

Prosegue, il comma 7 del Decreto, prescrivendo che Banca d'Italia e Consob operino in modo coordinato coì da ridurre al minimo gli oneri gravanti sui fornitori e imponendo un modello di cooperazione istituzionale non meramente facoltativo bensì organizzato, che si traduce, da un lato, nella stipula e pubblicazione di protocolli d'intesa e, dall'altro, nello scambio sistematico di informazioni su provvedimenti e irregolarità rilevate in vigilanza. Ne discende che il baricentro dell'azione di controllo, pur restando ripartito per finalità, viene sorretto da flussi informativi bidirezionali e da regole procedurali comuni, come chiarito anche dal Protocollo Consob-Banca d'Italia del 19 giugno 2023⁴⁴⁰. Quest'ultimo, infatti, riporta che “ciascuna Autorità gestisce i quesiti sulle materie di propria competenza, in conformità alle proprie linee di gestione dei quesiti. Al fine di assicurare celerità nell'interpretazione e nell'applicazione delle disposizioni in materia di servizi di *crowdfunding*, ciascuna Autorità trasmette tempestivamente all'altra i quesiti pervenuti che non si riferiscano a materie di propria competenza. La valutazione dei quesiti che richiedono un'analisi congiunta è effettuata, di norma, da rappresentanti delle strutture interessate; questi possono valutare se sottoporre la questione al Comitato tecnico Intermediari in ragione della rilevanza del quesito per l'esercizio delle funzioni di vigilanza delle due Autorità”.

Il comma 8, del medesimo articolo 1, accentra in capo alla Consob la funzione di punto di contatto unico per la cooperazione amministrativa transfrontaliera con le autorità estere e con ESMA, scelta che, senza alterare il riparto domestico delle competenze, garantisce un'interlocuzione unitaria verso l'esterno e facilita la circolazione tempestiva delle informazioni necessarie all'uso dei poteri previsti dal diritto dell'Unione.

Al contempo, i commi 9 e 10, nel prevedere che la Consob, sentita la Banca d'Italia, adotti le disposizioni attuative per i profili di trasparenza, correttezza e *marketing*, e che la Banca d'Italia, sentita la Consob, faccia altrettanto per i profili prudenziali, organizzativi e di *governance*, istituiscono un doppio binario regolamentare coerente con la vigilanza per finalità; tale architettura ha trovato concreta attuazione nel

⁴³⁹ Art. 1, comma 6, D. Lgs. 30/2023.

⁴⁴⁰ Protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di *crowdfunding* del 19 giugno 2023, firmato da Consob e Banca d'Italia.

Regolamento Consob n. 22720/2023⁴⁴¹ e nelle Disposizioni della Banca d'Italia del 6 maggio 2024⁴⁴².

Il Regolamento Consob del 2023, adottato ai sensi degli artt. 4-*sexies* e 100-*ter* del TUF e in attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503, delinea la disciplina dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, prevedendo, da un lato, le procedure per l'autorizzazione e l'eventuale revoca dell'attività, con attribuzione delle relative competenze alla Consob e consultazione della Banca d'Italia ai fini della revoca e, dall'altro, gli oneri informativi verso l'Autorità, che comprendono la trasmissione senza indugio delle date di avvio o di interruzione dei servizi e delle modifiche sostanziali alle condizioni di autorizzazione, oltre alla comunicazione annuale di specifiche informazioni, nonché la messa a disposizione, in favore dei potenziali investitori e della stessa Consob, della scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento. Il Regolamento reca, inoltre, prescrizioni puntuali in materia di comunicazioni di *marketing*, le quali devono rappresentare in modo corretto i rischi, compreso quello di perdita integrale del capitale, riportare un'avvertenza sulla necessità di leggere la scheda informativa chiave e, qualora si faccia riferimento a risultati passati, contenere l'indicazione che tali risultati non costituiscono indicatori affidabili di rendimenti futuri. Sono altresì previsti obblighi specifici riferiti alle singole offerte, tra i quali rientrano la pubblicazione delle informazioni relative all'eventuale regime alternativo di trasferimento delle quote, l'osservanza dei limiti all'emissione di obbligazioni o di altri titoli di debito e la verifica della conformità statutaria delle società che pongono in offerta titoli di debito. Nel loro complesso, tali previsioni mirano a garantire la massima trasparenza e una corretta informazione nel mercato del *crowdfunding*.

La Banca d'Italia, con il provvedimento del maggio 2024, ha stabilito che le disposizioni ivi contenute si applicano tanto agli intermediari vigilati (banche, SIM, ecc.) quanto ai fornitori specializzati di servizi di *crowdfunding* e, ponendo al centro gli obblighi informativi verso le autorità competenti, ha disciplinato in via principale gli adempimenti comunicativi. Si rileva, in particolare: i) quanto alle comunicazioni

⁴⁴¹ Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, in attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503 sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese e degli articoli 4-*sexies*.1 e 100-*ter* del TUF. Adottato con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023.

⁴⁴² Provvedimento della Banca d'Italia. Disposizioni della Banca d'Italia di attuazione dell'articolo 4-*sexies*.1 del TUF in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

periodiche, gli intermediari autorizzati dalla Banca d'Italia sono tenuti a trasmettere le informazioni dovute entro il 25 gennaio, mentre i fornitori specializzati inviano, entro il 30 aprile, le informazioni relative alle variazioni intervenute negli accordi di esternalizzazione; ii) quanto alle modifiche sostanziali, tutti i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono comunicare senza indugio le date di avvio, interruzione o riavvio dei servizi, nonché ogni variazione rilevante delle condizioni di autorizzazione, ivi comprese le modifiche significative della *governance*, dei controlli interni, dei servizi prestati o degli accordi di esternalizzazione, oltre alla perdita dei requisiti di idoneità da parte dei partecipanti o degli esponenti; iii) quanto ai requisiti di idoneità, sono definiti gli standard applicabili ai partecipanti al capitale che detengano una partecipazione almeno pari al 20 per cento e agli esponenti aziendali dei fornitori specializzati, i quali devono possedere conoscenze, competenze ed esperienza adeguate, dedicare tempo sufficiente all'incarico ed essere privi di precedenti penali nelle aree indicate, fermo restando l'obbligo, in capo ai fornitori specializzati, di comunicare le acquisizioni o le riduzioni di partecipazioni significative.

3.3.2 Attuazione in Europa

Compiuta la disamina delle modalità con cui l'Italia ha dato attuazione al Regolamento (UE) 2020/1503 in materia di *crowdfunding*, si procederà ora a esaminare, in chiave comparata, come alcuni Stati membri abbiano a loro volta predisposto le relative misure di attuazione nazionale.

Nel sistema delineato dal Regolamento (UE) 2020/1503, come visto per l'ordinamento italiano, la dimensione nazionale non si esaurisce nell'automatica applicazione delle norme uniformi, ma, esigendo un apparato amministrativo idoneo a rilasciare le autorizzazioni, a presidiare i doveri di condotta e a cooperare a livello transfrontaliero, assume rilievo laddove gli Stati membri designano le autorità competenti, ne specificano i procedimenti e tengono registri pubblici, ferma restando la cornice di vigilanza europea e il registro centralizzato tenuto da ESMA⁴⁴³.

Così, in Francia, l'*Autorité des marchés financiers* (AMF) è individuata quale autorità competente al rilascio e al ritiro dell'*agrément des prestataires de services de financement participatif* (PSFP), mentre, ove il programma d'attività ricomprenda la

⁴⁴³ Esma.europa.eu

facilitazione di prestiti, l'ACPR⁴⁴⁴ rende un parere conforme che condiziona il provvedimento conclusivo, il tutto nel quadro di una cooperazione formalizzata da convenzione e reso trasparente dalla pubblicazione di elenchi ufficiali (cd. "liste bianche") dei fornitori autorizzati⁴⁴⁵. Tale architettura, che rinforza la tutela degli investitori con l'unitarietà dell'interlocazione istituzionale, consente sia la verifica *ex ante* dei requisiti sia il controllo *ex post* delle pratiche di condotta e di *marketing*⁴⁴⁶.

In Germania, l'autorità competente in materia di vigilanza e di tutela dei consumatori nel settore del *crowdfunding* è la *Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht* (BaFin). Con provvedimento del giugno 2021, essa ha chiarito che l'eventuale prosecuzione dell'operatività oltre il 10 novembre 2023, in assenza della prescritta autorizzazione quale *European Crowdfunding Service Provider* (ECSP), configura attività non consentita. In tal modo, l'Autorità ha sancito in maniera definitiva la cesura tra il regime previgente e il nuovo assetto delineato dal diritto europeo, imponendo agli operatori l'onere di conformarsi integralmente alla procedura di autorizzazione, a pena della qualificazione dell'attività come *unerlaubt* e della conseguente possibile adozione di misure di vigilanza⁴⁴⁷.

In Spagna l'autorità competente è la *Comisión Nacional del Mercado de Valores* (CNMV) che, nel solco dei principi di trasparenza, articola un duplice livello di pubblicità, poiché, da un lato, cura la tenuta e l'aggiornamento del registro dei *proveedores de servicios de financiación participativa* autorizzati sul territorio nazionale e, dall'altro, rende accessibile l'elenco dei prestatori europei operanti in Spagna in regime di passaporto, offrendo così al pubblico una base empirica idonea alla comparazione e al controllo diffuso. Difatti sul portale dell'Autorità è possibile consultare tre liste di fornitori differenti: le piattaforme di *crowdfunding* non

⁴⁴⁴ *Autorité de contrôle prudentiel et de résolution* – ACPR.

⁴⁴⁵ amf-france.org; acpr.banque-france.fr.

⁴⁴⁶ L'ordinamento francese ha emanato diverse normative attuative del Regolamento ECSP, qui riportate: Ordinanza 2021-1735 del 22 dicembre 2021; Decreto 2022-110 del 1° febbraio 2022 che modernizza il quadro applicabile al *crowdfunding*, Ordinanza del 10 novembre 2022 recante approvazione delle modifiche del regolamento generale dell'*Autorité des marchés financiers*; Regolamento generale AMF, libri II e III; Istruzioni AMF DOC-2012-07; Gestione dei reclami; Forma standard; Lettera standard di richiesta di autorizzazione; Domande e risposte sul regolamento europeo relativo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese; Strumento di ricerca Q&A dell'ESMA.

⁴⁴⁷ *Gesetz zur begleitenden Ausführung der Verordnung (EU) 2020/1503 und der Umsetzung der Richtlinie EU 2020/1504 zur Regelung von Schwarmfinanzierungsdienstleistern (Schwarmfinanzierung Begleitgesetz) und anderer europarechtlicher Finanzmarktvorschriften*. Bundesgesetzblatt Jahrgang 2021 Teil I Nr. 30, ausgegeben zu Bonn am 10. Juni 2021.

armonizzate, i fornitori di servizi di *crowdfunding*, i fornitori europei di servizi di *crowdfunding* che prestano servizi in Spagna⁴⁴⁸.

In Irlanda, la *Central Bank of Ireland*, quale autorità competente, ha reso disponibile un *application process* analitico, che scandisce fasi, modulistica e interlocuzioni, nonché una *Guidance Note* dedicata, entro cui si precisano requisiti e attese di supervisione; tali strumenti si affiancano a un registro ricercabile delle imprese autorizzate, in un'ottica di amministrazione procedimentale trasparente e prevedibile. La *Central Bank of Ireland* ha strutturato il procedimento di candidatura per l'ottenimento dell'autorizzazione a operare quali fornitori di servizi di *crowdfunding* in un *iter* articolato in quattro fasi, il quale riflette un equilibrio tra esigenze di celerità procedimentale e garanzie di conformità sostanziale. In una prima fase, il richiedente è tenuto a richiedere un incontro preliminare con l'Autorità, volto a discutere la propria proposta di candidatura e a depositare le informazioni generali unitamente alle linee di *business* che intende intraprendere. Segue, nella seconda fase, l'invio del modulo di domanda di autorizzazione, unitamente ai questionari individuali, che devono essere compilati in ogni loro parte, fase nella quale la Banca centrale si limita a verificare la completezza formale della documentazione presentata. Qualora la domanda sia ritenuta completa, si apre la terza fase, caratterizzata dalla valutazione di merito della candidatura da parte della Banca centrale, la quale, tuttavia, per rispettare i termini di esame previsti dal Regolamento (UE) 2020/1503, non procede a una verifica esaustiva della documentazione: incombe, pertanto, sul richiedente l'onere di assicurare la correttezza, la veridicità e la conformità di tutte le informazioni fornite, siano esse contenute nei moduli, nei questionari o negli ulteriori allegati presentati. Infine, nella quarta fase, la Banca centrale adotta una decisione definitiva entro il termine di tre mesi dal ricevimento della domanda completa, rilasciando, in caso di esito positivo, una lettera di autorizzazione che individua i requisiti richiesti e le eventuali condizioni ulteriori cui l'autorizzazione stessa rimane subordinata⁴⁴⁹.

⁴⁴⁸ www.cnmv.es.

⁴⁴⁹ *Central bank of Ireland*, "Processo di richiesta per i fornitori di servizi di *crowdfunding*", centralbank.ie.

3.3.3 Adeguamento delle piattaforme digitali alla nuova disciplina

Alla data del 10 novembre 2023, termine entro cui le piattaforme di *crowdfunding* già operative hanno dovuto conseguire la nuova autorizzazione, risultavano aver raggiunto tale traguardo entro la scadenza soltanto dieci dei portali italiani, mentre gli altri, in difetto del titolo abilitativo, hanno dovuto sospendere le nuove offerte e quelle in corso, continuando, tuttavia, a gestire gli investimenti già finalizzati in precedenza, in attesa del completamento dell'*iter* autorizzativo.

In Italia risultavano autorizzati, alla data del 30 giugno 2025, 42 portali per la raccolta di capitali *online*, con un incremento di 9 unità rispetto all'anno precedente; tra questi, 14 hanno ottenuto la licenza per poter operare sui prestiti diretti (*lending-based*), 22 hanno richiesto di collocare strumenti finanziari di capitale o di debito (*equity-based e minibond*), mentre 6 prevedono l'operatività in entrambi i segmenti.

Tra gli operatori autorizzati si annoverano 6 “nuovi entranti”, ossia portali non attivi prima dell'introduzione del regime ECSP e, nondimeno, va sottolineato come, solo due anni fa, le piattaforme censite dall'Osservatorio del Politecnico fossero 75 e si può quindi dedurre che l'introduzione del Regolamento abbia generato una “selezione” sul mercato⁴⁵⁰.

Si segnala, tra le diverse operazioni rilevanti, la *partnership* fra *Mamacrowd*, ad oggi il maggiore portale di *equity crowdfunding* in Italia per volumi, con il *partner* industriale *Elaia*. L'accordo, infatti, darà vita a uno *spinoff* (*Synodia*, attualmente in fase di autorizzazione) che gestirà tutte le operazioni di raccolta in ambito immobiliare, con l'obiettivo di promuovere iniziative professionali, di dimensioni significative e aprirle al pubblico *retail* tramite il *crowdfunding*. Si annota, altresì, che la piattaforma *Rendimento Etico* al momento risulta sospesa dalla prestazione del servizio per un anno in forza della Delibera Consob del 9 aprile 2025, la quale motiva che “dalle evidenze ispettive sono emerse gravi e pervasive carenze e irregolarità nell'implementazione e applicazione delle procedure che governano la prestazione del servizio di *crowdfunding*”⁴⁵¹.

⁴⁵⁰ POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “6° report italiano sul *crowdinvesting*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2021.

⁴⁵¹ Delibera Consob n. 23505 del 9 aprile 2025, “Sospensione di Rendimento Etico S.r.l., per il periodo di un anno, dalla prestazione del servizio di intermediazione nella concessione di prestiti ai sensi dell'art. 30 par. 2, lett. h), del Regolamento (UE) 2020/1503 del 7 ottobre 2020”.

Estendendo lo sguardo al quadro europeo, i dati dell'ESMA a giugno 2025 riportano 237 piattaforme autorizzate nell'unione, tra le quali si segnalano 4 inattive. Tra i Paesi membri si colloca al primo posto la Francia con 61 autorizzazioni, seguita dall'Italia con 42 e dalla Spagna con 24. Destano attenzione i numeri della Germania, 6 autorizzazioni, e dell'Estonia, 2 autorizzazioni.

Coerentemente con lo scopo, esplicitato dal quadro europeo, di favorire un mercato unico del *crowdfunding*, si rileva che numerose piattaforme di altri Stati membri hanno notificato l'intenzione di operare anche in Italia, sebbene, allo stato, soltanto una parte di essa svolga l'attività con regolarità. Sul versante opposto, quattro piattaforme italiane (*Doorway*, *Ener2Crowd*, *Tifosy e Walliance*) hanno richiesto l'operatività transfrontaliera e, tra queste, *Ener2Crowd* e *Walliance* risultano avere intrapreso concretamente tale percorso, la prima estendendo le proprie attività in Spagna, la seconda in Francia, ove è stata acquisita la piattaforma *Lymo Finance*⁴⁵².

3.3.4 La tutela del Regolamento ECSP per i soggetti più deboli sul mercato

L'esigenza di tutelare gli investitori, come ampiamente illustrato, ha portato il legislatore europeo ad adottare una disciplina specifica in materia di *crowdfunding*. Nel presente paragrafo si esaminano le modalità attraverso cui il Regolamento ECSP persegue la protezione della parte contrattualmente più debole, perseguendo al contempo l'obiettivo di favorire gli investimenti in ambito *FinTech* mediante la riduzione delle asimmetrie informative⁴⁵³.

A tal fine, il Regolamento ha introdotto una serie di istituti che, da un lato, rafforzano la tutela dell'investitore e, dall'altro, gli consentono di acquisire un livello informativo sufficiente a compiere scelte consapevoli, così da effettuare l'operazione in condizioni di maggiore sicurezza.

In primo luogo, è stato fissato a 5 milioni di euro il limite massimo che una PMI o *start-up* può raccogliere, nell'arco di dodici mesi, attraverso capitale di rischio, prestito, titoli di debito o obbligazioni; la *ratio* della decisione risiede nell'intento di

⁴⁵² POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “10° report italiano sul *crowdinvesting*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025.

⁴⁵³ D. ZETSCHE, C. PREINER, “*Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe*”, *Eur Bus Org Law Rev*, 2018.

contenere il pericolo di inadempimento delle obbligazioni restitutorie proprie dei rapporti di finanziamento, considerato l'elevato profilo di rischio che connota molte iniziative veicolate tramite *crowdfunding*. In tal modo si persegue, in via preventiva, la protezione del capitale allocato dal pubblico in operazioni non garantite e fisiologicamente esposte all'insuccesso per l'innovatività dei progetti.

In secondo luogo, la disciplina opera una puntuale distinzione tra investitori professionali e non professionali, così da ponderare le cautele in ragione del diverso grado di esperienza e consapevolezza: ai secondi è richiesto che l'adesione all'offerta sia preceduta da una presa d'atto espressa della lettura, comprensione e accettazione dei rischi inerenti all'operazione prescelta, mentre ai gestori incombe l'obbligo di far sostenere il test delle conoscenze (cd. *entry-knowledge test*), volto a verificare se, e in quale misura, il servizio di *crowdfunding* sia appropriato per il singolo investitore, alla luce dei precedenti investimenti in valori mobiliari e in prestiti, nonché della conoscenza ed esperienza specificamente maturate nel settore. Tale strumento, pur presentando affinità funzionali con il test di appropriatezza, si colloca in una fase logicamente antecedente e più generale del percorso decisionale, così da prevenire scelte non informate e da elevare, in termini sistemici, lo standard di protezione dell'investitore *retail*⁴⁵⁴.

Di notevole rilevanza, sempre nell'ottica di rafforzare la tutela dell'investitore, è l'iniziativa dell'EBA, che ha posto in pubblica consultazione progetti di norme tecniche di regolamentazione volti a specificare le informazioni che i gestori devono fornire agli investitori, in attuazione del mandato di cui all'art. 19, paragrafo 7 del Regolamento. Tali progetti richiedono ai fornitori di portare a conoscenza della clientela la metodologia di calcolo dei punteggi di credito attribuiti ai progetti di *crowdfunding* e gli elementi utilizzati per la formazione dei prezzi, affinché questi risultino equi e appropriati, nonché verificabili alla luce di criteri oggettivi e trasparenti.

Sulla scorta della disciplina vigente, può affermarsi che la protezione dell'investitore si fonda su una vera e propria "teoria degli obblighi di informazione", la quale prevede un ampliamento dell'intensità dei doveri gravanti sull'operatore: a fianco degli

⁴⁵⁴ E. MACCHIAVELLO, "FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale" in *Mercato concorrenza regole*, 3, dicembre 2019, p. 465.

obblighi informativi in senso stretto, si delineano doveri di consulenza in favore del consumatore, oltre a obblighi di salvaguardia e di avviso da assolvere prima e durante l'operazione.

Tuttavia, tale teoria è da più parti ritenuta ancora insufficiente, tanto da chi assegna al diritto dei consumatori il fine di approntare rimedi allo squilibrio negoziale, quanto da chi circoscrive lo scopo nella sola reazione alle asimmetrie informative che alterano il funzionamento del mercato. Le ragioni addotte sono, principalmente, due.

Anzitutto, l'assistenza che il fornitore di servizi è tenuto a offrire all'investitore. Questa esige tempo per decifrare il significato delle informazioni e, spesso, per l'urgenza di acquistare un titolo azionario in quel preciso momento, il cliente esprime il consenso senza essere realmente informato.

In secondo luogo, come ampiamente mostrato dagli studi di economia comportamentale⁴⁵⁵, l'investitore è connotato da razionalità limitata: la decisione di acquisire un bene o un servizio risulta frequentemente preformata già al momento del contatto con il professionista o della presa di visione della KIIS (*Key Investor Information Sheet*), sicché “la complessa sequela dell'adempimento degli obblighi informativi si può spesso rivelare un semplice esercizio burocratico”⁴⁵⁶, privo di effettiva incidenza sulla scelta. La previsione di oneri informativi, cui si affida, secondo un'impostazione tanto ricorrente quanto contestata nella sua effettiva capacità protettiva, il compito di porre l'investitore in condizione di compiere scelte consapevoli e, dunque, di orientare i risparmi verso la soluzione finanziaria più coerente con esigenze e obiettivi, costituisce un cardine del sistema⁴⁵⁷. Nondimeno, le condotte talora non pienamente razionali degli utenti, la frequente superficialità nell'approccio alle informazioni precontrattuali, l'intrinseca complessità dei mercati e dei prodotti ivi negoziati, nonché la diffusa sovrastima delle proprie competenze finanziarie, hanno sovente incrinato l'efficacia protettiva della mera *disclosure*. Il

⁴⁵⁵ Come ad esempio, R.H. THALER, “*Misbehaving. The making of behavioural economics*”, New York, Norton & C., 2016, G.R. ELGUETA e N. VARDI, “*Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitive e razionalità limitata nel diritto privato*”, Roma, RTP, 2014.

⁴⁵⁶ A. BARENGHI, “*Diritto dei consumatori*”, seconda edizione, CEDAM, 2020, p. 26.

⁴⁵⁷ Cfr. F. MARINELLI, “*Scienza e storia del diritto civile*”, Roma-Bari, 2012, p. 223, dove segnala come “la contrattazione assume dunque un senso diverso da quello che era stato costruito nel corso dei secoli da generazioni di giuristi, non più il luogo in cui si incontrano contraenti razionali, informati correttamente e ben consapevoli dei propri impegni, ma luogo in cui la produzione condiziona gli acquirenti indirizzando gli acquisti verso settori più redditizi, senza alcun rispetto per i valori della dignità dell'uomo e della sua autonomia, che diviene sempre meno libera e consapevole”.

progressivo affievolirsi della fiducia nella capacità dei flussi informativi, anche quando completi e trasparenti, di garantire una tutela solida ha indotto il legislatore a potenziare gli ulteriori presidi, responsabilizzando i soggetti professionali e assegnando loro il ruolo di effettive guide dell'investitore all'interno di mercati che il singolo, da solo, non è in grado di comprendere e governare⁴⁵⁸. In tal guisa, accanto all'obbligo informativo, si consolidano strumenti sostanziali e procedurali ulteriori, volti a riequilibrare il rapporto e a rendere effettiva la protezione dell'investitore⁴⁵⁹.

Per questi motivi, appare doveroso venire incontro alla posizione del soggetto debole introducendo, come alcune piattaforme hanno iniziato a fare, elementi informativi semplificati, capaci di richiamare l'attenzione sui profili essenziali e, segnatamente, su quelli maggiormente rischiosi. Il perseguimento degli scopi di tutela posti dal legislatore, del resto, non può esaurirsi nell'imposizione di obblighi informativi, ma “deve accompagnarsi con altri strumenti di intervento a posteriori, quali il controllo sulle pratiche commerciali, il contenuto del contratto e il diritto di recesso”⁴⁶⁰.

Quanto alla protezione dei dati dell'utente, il Parlamento europeo, con riguardo al *Digital Service Act*⁴⁶¹, ha sottolineato la necessità di prevedere un obbligo di trasparenza in capo alle piattaforme *online*, al fine di garantire un uso legittimo degli algoritmi (strumenti automatizzati che determinano il trattamento, la priorità, la distribuzione e l'eventuale rimozione dei contenuti), chiarendo la responsabilità dei fornitori rispetto ai rischi cui sono esposti gli utenti e tutelando i loro diritti attraverso regole di chiarezza e verificabilità nell'uso degli algoritmi. Come sostenuto da una parte della dottrina, il *crowdfunding* affida, inoltre, un ruolo significativo a terze parti che fungono da intermediari tra progetto e finanziatori, con conseguente esigenza di

⁴⁵⁸ Esprimono dubbi sulla effettiva capacità delle informazioni a rendere il cliente edotto e consapevole degli effetti delle proprie negoziazioni, L. PURPURA, “L'evoluzione “fiduciaria” dei doveri di comportamento dell'intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio”, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013, p. 229; G. BERTI DE MARINIS, “Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza”, in *Resp. civ. prev.*, 2016, p. 992 ss.

⁴⁵⁹ G. BERTI DE MARINIS, “Investor protection in crowdfunding transactions”, V. TROIANO (a cura di), “Temi e problemi di diritto dell'economia”, in *Riv. Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n.3, 2023, p.208.

⁴⁶⁰ A. BARENGHI, op. cit., p. 27.

⁴⁶¹ PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la direttiva 2000/31/CE, 15 dicembre 2020.

controlli ulteriori⁴⁶². In questa direzione, alcuni portali (ad esempio: *BLender*, *MotusQuo*, *Smartika* e *Soisy*) hanno istituito fondi di protezione che intervengono in caso di inadempienza del debitore; tali fondi alimentati da un contributo addizionale richiesto, a seconda dei modelli, ai finanziati oppure (come nel caso di *BLender*, *MotusQuo* e *Soisy*) agli investitori, rappresentano un primo passo verso una garanzia più intensa, pur comportando un maggiore onere di accesso al capitale per i richiedenti che li alimentano⁴⁶³.

Ne discende che, per accrescere la consapevolezza dell'utente al momento della decisione, è auspicabile che un numero crescente di fornitori adotti sistemi di tutela (tra cui fondi di garanzia) e predisponga documenti informativi chiari e sintetici, in grado di coniugare comprensibilità e completezza.

3.3.4.1 Tutela dell'investitore nel *marketplace lending*

Sin dall'origine, le piattaforme di *marketplace lending* si sono contraddistinte per l'erogazione di prestiti a breve e medio termine, a scadenza fissa (di regola non eccedente il quinquennio) e privi di garanzie (cd. *unsecured*). Con specifico riguardo alle piattaforme *unsecured*, esse non prestano alcuna garanzia in favore dell'investitore, il quale, pertanto, è chiamato a sopportare integralmente il rischio di credito in capo al mutuatario. La mancanza di garanzie, che accresce l'esposizione dell'investitore al possibile inadempimento del debitore, impone, anche in una prospettiva di correttezza e trasparenza, l'adozione di un'architettura operativa che ponga al centro la tutela del cliente. Si reputa, infatti, doverosa l'implementazione di presidi specifici a protezione dell'utente, affinché, attraverso un adeguato rafforzamento delle tutele, si favorisca l'ampliamento della platea dei soggetti disposti a investire nel *marketplace lending*.

In tale prospettiva, alcune piattaforme hanno deciso di tutelare il cliente mediante la previsione di un "*Capped rate*" (Cap)⁴⁶⁴, ossia un importo massimo finanziabile da

⁴⁶² G. GITTI, "Emissione e circolazione di cryptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari" in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1, 2020, p. 16.

⁴⁶³ POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, "6° report italiano sul crowdinvesting", in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, Luglio 2021, p. 42.

⁴⁶⁴ Clausola di contratto riguardante i mercati finanziari e dei mutui. Sancisce che il tasso d'interesse variabile di cui sarà caricato il beneficiario di un finanziamento non potrà superare un valore massimo fissato (tetto) nel momento dell'accensione dello stesso. Per usufruire di questo beneficio, il debitore

ciascun prestatore sulla singola operazione, così che l'esposizione al rischio di credito, per natura non eliminabile, risulti limitata entro una soglia predefinita e, dunque, economicamente sostenibile per il singolo.

Nella medesima ottica, orientata all'aumento della platea degli aderenti e, conseguentemente, all'incremento dei volumi di attività, le piattaforme hanno introdotto dei meccanismi di protezione a favore degli investitori, i quali, senza alterare la natura *unsecured* delle erogazioni, concorrono a modulare l'impatto delle perdite.

Infatti, nelle piattaforme sia europee che italiane, ad oggi, si riscontra l'impegno ad istituire forme di parziale mutualizzazione⁴⁶⁵ delle perdite; per effetto delle quali il pregiudizio derivante dal *default* del debitore non grava esclusivamente sul singolo prestatore, ma viene ripartito, secondo criteri prestabiliti, all'interno della comunità virtuale degli investitori ovvero del gruppo di appartenenza dei prestatori coinvolti⁴⁶⁶.

A tal fine, e per rispondere a un'esigenza crescente di protezione dei piccoli investitori, diverse piattaforme, tra cui *YouAngel* e *RebuildingSociety*, hanno istituito un fondo di salvaguardia azionabile, in via discrezionale, dal gestore della piattaforma, affinché una quota delle perdite che altrimenti graverebbero interamente sull'investitore sia sostenuta dal fondo. Su un piano di tutela ulteriore rispetto alle piattaforme *unsecured*, si collocano le cd. *protected platforms*, vale a dire quei portali che hanno introdotto al proprio interno un fondo di salvaguardia, altrimenti denominato fondo di svalutazione crediti, destinato a operare quale presidio compensativo in presenza di inadempimenti del debitore. Diversamente dall'assetto tipico delle piattaforme *unsecured*, il fondo di salvaguardia provvede a tutelare il *lender* ogni volta che questi subisce delle perdite per via del mancato pagamento delle rate da parte del titolare del progetto ricevente il mutuo. A questo fondo, cui il finanziatore può accedere nei casi di morosità così delineati, è attribuita una capienza determinata sulla base delle perdite attese, con la conseguenza che la sua operatività resta circoscritta ai limiti quantitativi previamente fissati. Per alimentare il fondo, gestito da una società terza, viene richiesto il

paga una commissione aggiuntiva. In un prestito obbligazionario a tasso variabile di tipo *Cap e Floor*, il *Cap* è la soglia massima che può raggiungere il tasso d'interesse e il *Floor* la soglia minima.

⁴⁶⁵ Con il termine "mutualizzazione" si intende generalmente la condivisione di un debito attraverso più soggetti, che ne diventano contemporaneamente garanti.

⁴⁶⁶ G. BORELLO, "Analisi economica dei *lending marketplace*. Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale", in "Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?", in *Quaderni FinTech*, Consob, luglio 2019, pp. 56-57.

versamento di commissioni aggiuntive tanto agli investitori quanto ai soggetti finanziati.

È doveroso approfondire i due meccanismi di allocazione delle somme oggetto di finanziamento-investimento, ossia le modalità con cui l'investitore può selezionare il progetto da finanziare, che si distinguono nella tipologia *lender choice*, quando la scelta di investimento è rimessa alla totale discrezionalità del cliente, e nella tipologia *automatic diversification*, quando la decisione è assunta sulla base di un algoritmo proprietario della piattaforma.

Nella prima modalità di investimento (*lender choice*), il prestatore individua direttamente il titolare del progetto da finanziare e lo seleziona sulla base delle informazioni che la piattaforma rende disponibili. Questa tipologia, rispetto alla seconda, espone l'investitore a un profilo di rischio più elevato, poiché presuppone che i singoli dispongano del tempo e delle competenze necessarie per interpretare correttamente i dati messi a disposizione e, quindi, valutare in modo consapevole il rischio di credito. Considerato che, per esigenze di tutela della riservatezza, i titolari dei progetti non sono identificabili direttamente, si impone, al fine di tutelare l'investitore, che le piattaforme forniscano un'informativa quanto più possibile chiara e intellegibile circa il rischio di credito, la durata, il tasso di interesse e, ove disponibili, le caratteristiche soggettive del richiedente⁴⁶⁷.

Diversamente, nella seconda tipologia (*automatic diversification*) non è il cliente a scegliere il singolo progetto, bensì la piattaforma, la quale ripartisce le somme messe a disposizione dal prestatore su una pluralità di richiedenti mediante l'impiego di un algoritmo che, da un lato, considera le caratteristiche delle richieste di finanziamento e dei soggetti proponenti e, dall'altro, tiene conto delle preferenze espresse dall'investitore in termini di rischio, rendimento atteso e scadenza. Poiché, in questa modalità, la libertà di scelta risulta fisiologicamente limitata, le piattaforme, al fine di compensare la ridotta discrezionalità individuale e di accrescere l'attrattività dello strumento, prevedono investimenti assistiti da un fondo di salvaguardia, destinato, nei limiti della propria capienza, a coprire le perdite attese. Inoltre, il fondo di salvaguardia consente agli investitori di usufruire anche di un vantaggio di carattere fiscale; infatti,

⁴⁶⁷ G. BORELLO, "Analisi economica dei lending marketplace. Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale", in "Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?", in *Quaderni FinTech*, Consob, luglio 2019, p. 54.

le imposte dovute riguardano esclusivamente il guadagno in conto capitale effettivo e non i crediti deteriorati.

In alcune piattaforme, che contemplano sia la modalità *lender choice* sia la *automatic diversification*, il cliente, posto nella condizione di scegliere tra la selezione diretta dei progetti e l'allocazione algoritmica del capitale, è invitato a procedere a una opportuna diversificazione del portafoglio crediti anche in caso di *lender choice*. Si riscontra, infine, che alcune piattaforme, al dichiarato fine di dimostrare la fiducia riposta nei singoli progetti presenti su di essa, partecipano con il proprio capitale ai prestiti da loro facilitati. In tale evenienza, la piattaforma permane nell'alveo del modello *unsecured* e, dunque, pur condividendo con la clientela il rischio di credito, non offre alcuna protezione rispetto a tale rischio. Come affermato da rilevante dottrina, questa scelta mira a segnalare al mercato la solidità dei modelli di rischio e di *business* che vengono impiegati⁴⁶⁸.

Alla luce di quanto affermato può ritenersi che, al fine di tutelare l'investitore, nel modello diretto questi debba essere munito di competenze, informazioni e strumenti adeguati non solo per selezionare consapevolmente il progetto, ma anche per attivare, ove necessario, le procedure di gestione dell'inadempimento o del deterioramento del merito di credito del titolare del progetto. Invece, nel modello diffuso si rivela imprescindibile che il modello di *credit-scoring*⁴⁶⁹ utilizzato dalla piattaforma sia affidabile e accurato, così da valutare in modo corretto l'affidabilità creditizia e preservare il processo decisionale da condizionamenti derivanti da conflitti d'interesse.

In ogni caso, incombe sulla piattaforma, quale presidio trasversale a tutela sia delle imprese finanziate che degli investitori, un dovere rigoroso di *due diligence*, intesa come verifica e la valutazione delle informazioni e dei dati relativi a ciascuna richiesta di finanziamento, che deve essere condotta secondo criteri di trasparenza e completezza.

⁴⁶⁸ G. BORELLO, op. cit.

⁴⁶⁹ "Il *credit scoring* è un metodo statistico che consente di valutare l'affidabilità creditizia e la solvibilità di una persona", AgendaDigitale.

3.3.4.2 Clausole vessatorie ex art.33 cod. cons.

In tema di protezione dell'investitore, uno degli interventi più significativi è rappresentato dalla disciplina sulle clausole vessatorie, la cui *ratio* risiede nel presidiare la posizione del contraente debole impedendo l'inserimento, nei regolamenti contrattuali predisposti, di clausole che, per contenuto e funzione, determinino uno squilibrio dei diritti e degli obblighi a vantaggio di una parte e a detrimento dell'altra.

A tal proposito, l'ordinamento italiano all'articolo 33 del Codice del Consumo⁴⁷⁰ stabilisce che “nel contratto concluso tra il consumatore ed il professionista si considerano vessatorie le clausole che, malgrado la buona fede, determinano a carico del consumatore un significativo squilibrio dei diritti e degli obblighi derivanti dal contratto”⁴⁷¹; non è, per converso, qualificabile come vessatoria la clausola oggetto di trattativa individuale.

Con specifico riguardo al *crowdfunding*, il rischio si presenta qualora l'utente, non essendo in grado, ad esempio, di apprezzare l'affidabilità del gestori o i criteri di formazione dei prezzi d'investimento, aderisca a condizioni idonee a introdurre un apprezzabile squilibrio nel rapporto di servizi. Tale squilibrio deve essere valutato in senso sostanziale, per la sua determinazione rileva, dunque, un'analisi comparativa tra i diritti e gli obblighi delle parti così come determinati dalla clausola impugnata, e “il dettato del diritto dispositivo, che sarebbe risultato applicabile in difetto di alcuna previsione contrattuale sul punto, mancando altrimenti un dato di comparazione idoneo a determinare la sussistenza dello squilibrio o, viceversa, dell'equilibrio delle previsioni contrattuali”⁴⁷².

Riguardo al canone della buona fede oggettiva, la dottrina osserva che uno squilibrio conforme a tale parametro non integra, di regola, un'alterazione significativa dell'assetto negoziale; viceversa, anche un divario di lieve entità può divenire significativo ove contrasti con la buona fede. Dunque, una clausola può qualificarsi

⁴⁷⁰ Decreto Legislativo 6 settembre 2005, n. 206.

⁴⁷¹ Art. 33, co. 1, d. lgs. 206/2005.

⁴⁷² A. BARENGHI, op. cit., pp. 280-281. Nel merito si è espressa la Corte di giustizia, 14 marzo 2013, causa C-415/11, *Aziz*.

vessatoria anche quando dissimuli uno squilibrio che, di per sé, non parrebbe rilevante⁴⁷³.

Sul tema è intervenuto anche il legislatore europeo con due direttive, nel 1993⁴⁷⁴ e nel 2019⁴⁷⁵, allo scopo di ottenere una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione in materia di protezione dei consumatori. La prima direttiva, muovendo dalla necessità di presidiare il contraente debole contro condizioni abusive nei contratti di consumo, ha stabilito i) la formulazione dei contratti deve essere chiara e comprensibile; ii) le clausole abusive non vincolano il consumatore, permanendo, ove giuridicamente possibile, la validità del resto del contratto; iii) anche le clausole attinenti al prezzo sono suscettibili di valutazione di vessatorietà qualora risultino oscure o non intelleggibili.

Con la direttiva di modifica del 2019, già citata “Direttiva *Omnibus*”, il legislatore dell'Unione ha imposto agli Stati membri di introdurre sanzioni efficaci, proporzionate e dissuasive nei confronti dei professionisti che violino la disciplina mediante l'impiego di clausole contrattuali abusive, prevedendo criteri vincolanti per la loro graduazione⁴⁷⁶. In particolare, questi comprendono: la natura, la gravità e la durata dell'infrazione; le azioni intraprese da le azioni intraprese dall'operatore per riparare o porre rimedio ai danni causati ai consumatori; eventuali infrazioni commesse in precedenza dall'operatore; le sanzioni inflitte all'operatore per la stessa infrazione in altri stati membri in casi transfrontalieri in cui le informazioni su tali sanzioni sono disponibili attraverso il meccanismo istituito dal Regolamento 2017/2394⁴⁷⁷.

⁴⁷³ A. BARENGHI, “*Diritto dei consumatori*”, op.cit., pp. 30-33.

⁴⁷⁴ DIRETTIVA 93/13/CEE DEL CONSIGLIO del 5 aprile 1993 concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori.

⁴⁷⁵ DIRETTIVA (UE) 2019/2161 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 che modifica la direttiva 93/13/CEE del Consiglio e le direttive 98/6/CE, 2005/29/CE e 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione relative alla protezione dei consumatori.

⁴⁷⁶ EUR-LEX, “*Proteggere i consumatori dalle clausole abusive nei contratti*”, in *Summaries of EU Legislation*, 10 marzo 2020.

⁴⁷⁷ REGOLAMENTO (UE) 2017/2394 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 12 dicembre 2017 sulla cooperazione tra le autorità nazionali responsabili dell'esecuzione della normativa che tutela i consumatori e che abroga il regolamento (CE) n. 2006/2004.

3.3.4.3 Interventi dell'ABF nella risoluzione delle controversie

Di recente, l'ABF si è espressa in merito alla presenza, o meno, della responsabilità delle piattaforme di *social lending* verso gli utenti che hanno subito delle perdite sui crediti.

Tali decisioni, essendo le prime in materia, costituiscono un intervento di notevole importanza per la giurisprudenza italiana.

Nella prima causa il ricorrente, un privato, deduce la responsabilità della parte convenuta per presunte irregolarità nella gestione di una piattaforma di *social lending*. Egli afferma di aver erogato, per il tramite della piattaforma, finanziamenti a imprese successivamente risultate insolventi e lamenta, in particolare, sia l'inadeguatezza del processo di valutazione del merito creditizio dei richiedenti, sia la natura fuorviante delle informazioni diffuse in ordine ai rendimenti prospettati, rivelatisi poi inferiori rispetto a quanto pubblicizzato⁴⁷⁸.

Nel caso in esame, per poter considerare la piattaforma esente da ogni forma di responsabilità, è necessario stabilire se la valutazione del merito creditizio sia stata operata con la dovuta diligenza. Secondo l'ABF, la società convenuta ha adeguatamente svolto le indagini sul merito creditizio e, dunque, "ritiene non fondate le rimostranze del ricorrente in ordine all'inadeguatezza dell'attività di valutazione del merito creditizio svolta dalla società convenuta"⁴⁷⁹.

L'ABF, pertanto, conclude affermando che non viene riconosciuto il diritto al rimborso dell'importo corrispondente ai crediti impagati e, inoltre, che l'intermediario, non avendo assunto alcuno specifico obbligo in merito alla solvibilità dei prenditori (come esplicitato nel Contratto Quadro), non è tenuto a rimborsare l'insoluto.

Anche la seconda doglianza del ricorrente (l'ingannevolezza delle informazioni fornite con riguardo al rendimento dell'investimento) non può essere accolta; l'ABF ritiene, infatti, che le indicazioni offerte circa i possibili rendimenti siano solamente delle

⁴⁷⁸ ABF, Relatore C. TENELLA SILLANI, Decisione n. 22804, 15 dicembre 2020. Così riportato nella Decisione: "lamenta inadempienze della parte convenuta rispetto alla gestione di una piattaforma di *social lending*, attraverso la quale ha concesso credito ad alcune imprese, rivelatesi inadempienti. In particolare, contesta le modalità con cui è stato svolto il processo di valutazione del merito creditizio dei richiedenti e l'ingannevolezza delle informazioni fornite con riguardo al rendimento dell'investimento, risultato inferiore rispetto a quanto pubblicizzato".

⁴⁷⁹ ABF, Relatore C. TENELLA SILLANI, ult. decisione cit.

prospettazioni condizionate da esplicite variabili. Il collegio, dunque, non accoglie il ricorso.

Nella seconda causa il ricorrente, una società, contesta “le modalità di funzionamento del Fondo di Protezione e la lacunosità delle informazioni circa i meccanismi di copertura delle perdite sui prestiti erogati nonché con riguardo al rendimento dell’investimento, risultato inferiore rispetto a quanto pubblicizzato”⁴⁸⁰.

Al fine di comprendere la decisione finale dell’ABF, va preliminarmente precisato che il Contratto Quadro della società convenuta, sottoscritto dalla società ricorrente, prevede che l’attivazione del Fondo di Protezione sia eventuale, discrezionale e limitata nel tempo e nell’importo. Inoltre, il Regolamento del Fondo di Protezione chiarisce che l’intermediario non presta alcuna garanzia di copertura delle perdite sui prestiti erogati tramite la piattaforma.

Nel merito della controversia, la ricorrente contesta le modalità di attivazione, le tempistiche del Fondo di Protezione e l’ambiguità delle informative sul suo funzionamento. L’ABF ha ritenuto non fondate “le rimostranze del ricorrente in ordine all’inadeguatezza ed intempestività delle attività svolte dalla società convenuta con riguardo al recupero dei crediti in sofferenza e all’attivazione del Fondo di Protezione”⁴⁸¹. Difatti, l’intermediario, mettendo a disposizione degli utenti il Fondo, non fornisce alcun tipo assicurazione o garanzia delle perdite sui prestiti. Per tali ragioni, il ricorso non è stato accolto.

In entrambi i procedimenti richiamati, l’ABF ha ritenuto che i gestori delle piattaforme hanno svolto con la diligenza dovuta gli impegni assunti e, inoltre, che per le attività e i comportamenti oggetto dei ricorsi vi fosse la sua competenza, in quanto riconducibili a operazioni e servizi bancari finanziari⁴⁸².

⁴⁸⁰ ABF, Relatore C. TENELLA SILLANI, Decisione n. 22802, 15 dicembre 2020.

⁴⁸¹ ABF, Relatore C. TENELLA SILLANI, ult. decisione cit.

⁴⁸² Titolo VI del T.U.B (cfr. Sez. I, par. 4, Disposizioni ABF).

3.3.5 Giudizi e valutazioni degli *stakeholder* sul Regolamento

Nel novembre 2022 la Consob ha invitato undici gestori di portali, iscritti nella sezione ordinaria del Registro, a compilare un questionario volto a raccogliere evidenze circa le caratteristiche degli investitori che hanno deciso di aderire a campagne di *crowdfunding*, i processi interni di selezione delle campagne e le opinioni dei gestori sulle prospettive del settore soprattutto alla luce delle innovazioni del quadro regolamentare di riferimento. Le risposte sono pervenute a fine 2022 (cfr. §3.3.5.3).

Successivamente, tra dicembre 2022 e gennaio 2023, la Consob ha inoltre condotto un'ampia indagine qualitativa, articolata in interviste rivolte a una pluralità di soggetti. Nei paragrafi che seguono si ferma l'attenzione, da un lato, sulle interviste indirizzate a investitori istituzionali (cfr. §3.3.5.1) e, dall'altro, su quelle rivolte a investitori *retail* che non avevano mai aderito a campagne di *crowdfunding*⁴⁸³ (cfr. §3.3.5.2).

3.3.5.1 Interviste agli investitori sofisticati

Nell'indagine condotta dalla Consob sono stati coinvolti cinque investitori istituzionali (tra cui due banche, una Sgr e due società finanziarie) e un investitore professionale⁴⁸⁴.

Le realtà interpellate, come emerge dalle interviste svolte, evidenziano finalità di partecipazione al *crowdfunding* e dinamiche operative tra loro eterogenee. Difatti, nell'alveo della strategia commerciale che caratterizza gli intermediari bancari il *crowdfunding* è considerato, da un lato, un'opportunità di acquisizione della clientela e, dall'altro, uno strumento di credito ulteriore e complementare rispetto ai prodotti bancari tradizionali.

Il Regolamento ECSP non stabilisce limitazioni alla platea dei destinatari delle offerte veicolate per mezzo delle piattaforme; tuttavia, consente ai gestori di portali di indirizzare l'offerta a determinate categorie di investitori (sofisticati o *retail*) e, se del caso, di riservare alcune operazioni a una sola categoria espressamente individuata.

⁴⁸³ V. CAIVANO, C.LUCARELLI, F.J. MAZZOCCHINI, P.SOCCORSO, “*Il crowdfund investing made in Italy. Un'indagine conoscitiva*”, in *Quaderni Fintech*, Consob, 13 luglio 2024.

⁴⁸⁴ “SGR è l'acronimo di Società di Gestione del Risparmio, società di diritto italiano autorizzate alle quali è riservata la prestazione del servizio di gestione collettiva del risparmio. Istituite con il decreto legislativo 24 febbraio 1998 n. 58”, borsaitaliana.it

Dalle interviste rivolte agli investitori emerge che tali previsioni hanno generato valutazioni eterogenee, poiché gli interlocutori non sono in grado di prefigurare con certezza gli eventuali riflessi della disciplina sulla propensione degli investitori sofisticati a partecipare a campagne di *crowdfunding*. La *ratio* della norma, infatti, non appare univocamente percepita, atteso che essa non sembra, di per sé, idonea a incidere in misura apprezzabile sulle *policy* e sulle strategie degli investitori istituzionali, né correlativamente, a incentivarne in modo significativo la partecipazione.

Si sottolinea, peraltro, come gli investitori sofisticati tendano a privilegiare il contatto diretto, spesso *offline*, con il progetto, ricercando un'interlocuzione immediata con i proponenti e un accesso informativo approfondito, funzionale alla propria *due diligence* e alla definizione di condizioni negoziali coerenti con i profili di rischio assunti. Da una lettura sistematica della norma discende un giudizio meno favorevole, in quanto si percepisce che la logica “*club deal*” tradisce la promessa originaria del *crowdfunding*, ossia quella disintermediazione finanziaria a favore della partecipazione dell'investitore *retail* anche per piccole somme⁴⁸⁵. Taluni, tuttavia, apprezzano l'approccio discrezionale che consente un'eventuale specializzazione senza però escludere un'apertura al pubblico generalista e, anzi, immaginano che una piattaforma dedicata a una platea di investitori sofisticati potrebbe idealmente essere riconosciuta come un fattore qualificante per i portali, un indicatore implicito di professionalità e serietà del gestore⁴⁸⁶. Nel merito, un intervistato afferma “dal nostro punto di vista poco cambia. Ogni progetto lo valutiamo a prescindere che sia riservato a *professional* o *retail* e abbiamo scelto progetti che potevano essere proposti a chiunque. Le piattaforme continueranno a prevedere progetti per tutti”.

Raccoglie qualche perplessità, tra gli investitori, l'apertura del *crowdfunding* anche alle persone fisiche titolari di progetti imprenditoriali prevista dal Regolamento ECSP: la reazione iniziale è negativa, poiché si percepisce il rischio connesso al finanziamento di quella che viene considerata una “semplice idea”. A seguito di una

⁴⁸⁵ “Il *Club deal* è un'associazione tra diversi imprenditori che mettono insieme le risorse per realizzare determinati investimenti, soprattutto in *startup* o piccole e medie imprese, attraverso l'acquisto di quote di partecipazione o finanziamenti. L'aspetto caratteristico è che gli investitori non mettono in campo solamente il denaro ma anche le loro competenze professionali”, borsaefinanza.it.

⁴⁸⁶ Come riportato in una intervista della Consob rivolta a un investitore: “Se io vado a fare una settorializzazione, alzo l'asticella come gestore delle campagne e quindi chi fa questo tipo di lavoro deve essere un po' più serio. Io la vedo come tutela per il risparmiatore”.

riflessione più attenta, tuttavia, sono emerse alcune aperture dato che, considerato che gli istituti di credito possono disporre di strumenti di valutazione e di copertura, come garanzie pubbliche per finanziare anche imprese non costituite, conti vincolati e obbligo di restituzione della raccolta qualora non si raggiunga il *target*, si riconosce alla previsione normativa il pregio di offrire visibilità a idee e progetti che difficilmente trovano sostegno nei canali di finanziamento tradizionali, nonché di aprire a tali iniziative l'opportunità di una validazione diretta da parte del mercato. Un investitore intervistato, in merito all'apertura del finanziamento diretto alle persone fisiche titolari di progetti, ha rilevato che il finanziamento diretto comporta rischi contenuti per gli investitori professionali, ma più elevati per quelli *retail* con scarsa preparazione finanziaria; per chi opera su progetti immobiliari l'impatto risulta invece marginale⁴⁸⁷.

Sempre con riguardo al Regolamento ECSP, gli investitori intervistati valutano positivamente l'apertura *cross-border* con rilascio del passaporto per operare a livello europeo. Nello specifico, gli esponenti delle società finanziarie diverse dalle banche evidenziano come la possibilità di operare in via transfrontaliera generi nuove e maggiori opportunità, tanto per i portali quanto per gli investitori e per le imprese che potranno raccogliere capitali all'estero. Ne consegue che la norma, nel tempo, unitamente alle pressioni competitive, potrebbe dunque esplicare un effetto propulsivo sul settore, inducendo operatori e gestori a elevare la qualità delle proprie proposte. Diversa è la percezione degli istituti di credito a spiccata vocazione territoriale, i quali si mostrano disinteressati alle opportunità eventualmente discendenti dall'apertura.

A titolo esemplificativo, si riportano alcune espressioni formulate da alcuni investitori intervistati sull'apertura *cross-border*: i) “aumenta la concorrenza ma posso raggiungere più campagne. Domani posso farla anche con il portale italiano UK. Dovremo noi studiare di più per capire chi è il soggetto. Ma per noi è una cosa positiva perché è una possibilità in più. Come investitore non mi sembra un problema”; ii) “una realtà piccola come noi non andrebbe mai a sottoscrivere un'operazione emessa da una

⁴⁸⁷ Così riportato nell'intervista della Consob rivolta ad un investitore: “il rischio è ridotto per l'investitore professionale, aumenta per quegli investitori *retail* con una preparazione finanziaria non ottimale e che quindi hanno più difficoltà a valutare l'investimento, perché magari si innamorano di un progetto e rischiano di lanciarsi in una cosa che non conosce bene. Per noi adesso che lavoriamo esclusivamente su progetti immobiliari cambia poco. Un domani sceglieremo conoscendo bene su cosa investiamo”.

piattaforma tedesca. Noi vogliamo essere la banca del territorio che è la nostra forza e stiamo sul mercato per la vicinanza alle imprese che è sempre meno scontata nel sistema bancario”; iii) “i portali più forti arriveranno ad acquisire quote anche in Italia, quindi l’Italia resisterà con le piattaforme più grandi, con i cosiddetti squali delle campagne già chiuse prima ancora di essere aperte, ma le piccole piattaforme dovranno affrontare il mercato non solo italiano, ma anche europeo”.

In ogni caso, gli investitori istituzionali ravvisano alcune criticità connesse al nuovo Regolamento sul *crowdfunding*: in primo luogo, si teme che i portali di minori dimensioni possano venire penalizzati dalla competizione con i portali maggiormente strutturati e attrezzati nella valutazione dei progetti e delle opportunità di investimento; in secondo luogo, si riconosce che, per l’investitore *retail*, subentrano sia difficoltà derivanti da barriere linguistiche sia una ridotta propensione a considerare opzioni in società geograficamente lontane; infine, per le banche in particolare, potrebbero profilarsi complicazioni di carattere burocratico a livello delle funzioni di controllo, con specifico riferimento, ad esempio, alla disciplina in materia di antiriciclaggio⁴⁸⁸.

3.3.5.2 Considerazioni degli investitori *retail*

Di seguito si prende in esame la posizione degli investitori *retail* che non hanno mai aderito a campagne di *crowdfunding* e, pertanto, hanno generalmente un profilo meno evoluto e sofisticato degli investitori che hanno già sperimentato tale opzione di investimento. Nell’indagine condotta dalla Consob sono stati coinvolti, per la maggior parte, soggetti aventi una storia di investimenti risalente nel tempo, ma che adottano modelli decisionali piuttosto tradizionali che vanno dalla consulenza professionale alla consulenza informale, affidandosi anche ad amici e conoscenti ritenuti esperti che hanno già sperimentato le soluzioni di investimento d’interesse.

L’approccio agli investimenti è prudente, non si ricerca l’assunzione di rischio e ci si accontenta, privilegiando prodotti bancari tradizionali e conosciuti. L’obiettivo primario è la conservazione del capitale, che gli intervistati perseguono mediante

⁴⁸⁸ V. CAIVANO, C.LUCARELLI, F.J. MAZZOCCHINI, P.SOCCORSO, “*Il crowdinvesting made in Italy. Un’indagine conoscitiva*”, in *Quaderni Fintech*, Consob, 13 luglio 2024, pp.42-43.

portafogli diversificati e costruiti con prodotti sicuri, stabili, così che l'esposizione al rischio incida soltanto su una quota molto contenuta del proprio patrimonio⁴⁸⁹.

Da un punto di vista funzionale, gli investitori hanno dichiarato che, nel guidare una possibile preferenza tra i progetti finanziabili, assumono rilievo preminente elementi di solidità quali la presenza di investitori istituzionali e la percentuale di raccolta già conseguita, percepiti come indicatori di credibilità del progetto, più che la prossimità geografica dell'impresa. Gli intervistati hanno anche trovato alquanto vantaggiosa, nell'ottica di sperimentare questa forma di investimento, la possibilità di investire somme minime e non vincolate ad un minimale.

Gli investitori *retail*, anche dopo l'acquisizione di un quadro informativo più completo, continuano a considerare il *crowdfunding* come opzione lontana dal proprio profilo, poiché la reputano forma d'investimento innovativa e di nicchia, tipica di investitori evoluti o di professionisti del settore *start-up*, con elevata propensione al rischio. La possibilità di selezionare in prima persona il progetto e, nel caso dell'*equity crowdfunding*, di intervenire in assemblea facendosi parte attiva del progetto scelto, anziché accrescere la percezione di controllo dell'investimento, genera timore e incertezza, poiché esige autonomia decisionale e adeguate competenze⁴⁹⁰.

3.3.5.3 Survey sui gestori di portali

L'indagine svolta dalla Consob, su undici gestori di portali, ha raccolto evidenze circa le caratteristiche degli investitori che hanno aderito a campagne di *crowdfunding*, i processi di selezione delle campagne e le opinioni dei gestori sulle prospettive future del settore. Nello specifico, di seguito, si sofferma l'attenzione sulle prime impressioni dei gestori di portali circa l'impatto sul mercato italiano del Regolamento ECSP.

A tal riguardo i gestori hanno espresso valutazioni complessivamente positive, pur mantenendo alcune riserve, riconducibili principalmente all'esigenza che a tale uniformazione regolamentare si accompagni anche una maggiore omogeneità delle regole fiscali incidenti sul settore.

⁴⁸⁹ Con "prodotti sicuri e stabili" si fa riferimento a fondi ESG/tematici, conti deposito, fondi pensionistici, polizze vita, titoli di Stato, buoni fruttiferi.

⁴⁹⁰ V. CAIVANO, C.LUCARELLI, F.J. MAZZOCCHINI, P.SOCCORSO, op. cit., 2024, p 50.

Quanto, poi, all'ampliamento del perimetro dei soggetti legittimati a ricorrere al *crowdfunding*, le opinioni risultano sostanzialmente favorevoli; con specifico riferimento, tuttavia, alla possibilità di raccolta di capitali anche da parte di persone fisiche in qualità di meri titolari di progetti, i portali sottolineano la necessità di un rafforzamento dei presidi interni per la gestione dei rischi connessi alla maggiore incertezza che connota tali situazioni, potenziando in particolare i meccanismi di selezione delle campagne, il monitoraggio in *itinere* e la trasparenza verso gli investitori.

Riguardo la maggiore concorrenza indotta dall'apertura transfrontaliera, i portali esprimono un giudizio complessivamente favorevole sulla possibilità, prevista dal Regolamento ECSP, di prestare i propri servizi anche oltre confine, poiché, in prospettiva, un incremento della competizione è ritenuto idoneo a generare benefici tanto per gli investitori quanto per le imprese che ricorrono a questa forma di raccolta di capitali, potendo tradursi, da un lato, in una riduzione delle commissioni applicate e, dall'altro, in un innalzamento della qualità delle offerte. Nondimeno, molti operatori rilevano come i *competitors* esteri si caratterizzino, in via generale, per dimensioni di gran lunga superiori rispetto ai *players* nazionali, sicché l'apertura *cross-border* potrebbe imprimere impulso a processi di integrazione e di aggregazione tra portali, alla conclusione di *partnership* tra gestori e istituzioni finanziarie ovvero tra portali di diversa nazionalità, nonché a una progressiva specializzazione delle piattaforme. Viene, infine, nuovamente sottolineato come l'eterogeneità dei regimi fiscali possa accrescere il rischio competitivo cui sono esposti sia i gestori sia le imprese intenzionate a lanciare campagne di raccolta.

Con riferimento alle maggiori responsabilità in capo ai gestori di portali, derivanti dalle norme del Regolamento che consentono loro di determinare il prezzo di offerta e/o di valutare il rischio di credito dei progetti di *crowdfunding* o dei titolari dei progetti, i soggetti partecipanti alla *survey* esprimono, nella grande maggioranza dei casi, un giudizio favorevole, rilevando come il settore possa trarre beneficio da una crescente responsabilizzazione dei gestori nella capacità di selezionare le campagne più promettenti, anche nell'ottica di innalzare la trasparenza delle informazioni e, per conseguenza, la capacità degli investitori di compiere scelte consapevoli. Alcuni portali sottolineano che tali attività rientrano già nelle prassi operative dei gestori;

tuttavia, le ulteriori responsabilità assegnate ai portali comporteranno il necessario sviluppo di competenze interne, oltre all'esigenza di instaurare *partnership* con soggetti terzi dotati delle professionalità richieste.

Viene, infine, evidenziato come una siffatta previsione normativa, pur muovendo da finalità condivisibili, possa presentare criticità connesse ai fisiologici margini di discrezionalità insiti nella valutazione di un progetto o di un'impresa, specie in prospettiva, e possa, pertanto, tradursi in un onere eccessivo da porre a carico dei gestori, in particolare di quelli di minori dimensioni.

Le innovazioni introdotte dal Regolamento ECSP che riscuotono il favore più ampio attendono, anzitutto, all'uniformazione delle regole a livello europeo e alla possibilità, per i portali, di operare in via transfrontaliera sulla base di un'unica autorizzazione; si apprezzano, inoltre, l'ampliamento degli strumenti e delle tipologie di *crowdfunding* contemplate, l'eliminazione della soglia obbligatoria di investimento minimo per gli investitori professionali, la riduzione del periodo di riflessione contrattuale e il rafforzamento dei presidi organizzativi in capo ai gestori.

Per converso, tra le innovazioni che suscitano le maggiori perplessità vengono indicate: la mancata inclusione delle quote di OICR tra gli strumenti collocabili tramite portali; l'abbassamento a 5 milioni di euro del limite massimo dell'offerta; la maggiore complessità delle informazioni richieste agli investitori non sofisticati, specialmente con riguardo ai dati su reddito e patrimonio; nonché la soglia di 1.000 euro che fa sorgere, in capo ai gestori, l'obbligo di fornire un'avvertenza sui rischi e di acquisire il consenso espresso dell'investitore, soglia che potrebbe rivelarsi troppo contenuta per alcune raccolte.

Quanto, infine, agli strumenti ritenuti idonei a promuovere l'ulteriore sviluppo del settore, i gestori di portali indicano la leva fiscale, sotto forma di incentivi tanto per gli investitori quanto per le imprese che ricorrono a tale modalità di finanziamento; sottolineano, altresì, l'importanza di iniziative di educazione finanziaria rivolte non solo ai risparmiatori, per accrescerne la familiarità con questa opportunità d'investimento, ma anche a coloro che intendono intraprendere iniziative imprenditoriali, onde fornire loro una formazione specifica sulle modalità pratiche di conduzione di un'offerta al pubblico tramite portali di *crowdfunding*. Tra le misure

auspicabili si annoverano, inoltre, gli interventi volti a favorire lo smobilizzo degli strumenti oggetto di campagna, incrementandone la liquidità⁴⁹¹.

3.3.6 Il caso della piattaforma digitale “Recrowd”

La vicenda che ha visto coinvolta la piattaforma digitale *Recrowd S.r.l.* (di seguito “*Recrowd*”) destinataria di un provvedimento di sospensione dall’operatività nel *crowdfunding* di tipo *lending* si colloca entro l’architettura del Regolamento (UE) 2020/1503 (ECSP), il quale, all’art. 30, par. 2, lett. h), attribuisce all’autorità competente dello Stato d’origine il potere di inibire, anche temporaneamente, la prestazione dei servizi quando la prosecuzione dell’attività possa risultare pregiudizievole per gli interessi degli investitori; potere che, per sua natura, è cautelare e protettivo, e che deve essere esercitato secondo i canoni della proporzionalità e della motivazione, nel quadro dei criteri generali di cui all’art. 40, ferme le garanzie di ricorso giurisdizionale sancite dall’art. 41⁴⁹².

Sul piano operativo, la sospensione incide primariamente sulla facoltà di pubblicare nuove offerte o di raccogliere nuove adesioni, restando tuttavia garantita la gestione delle posizioni in essere, dalle campagne già avviate ai flussi di rimborso, conservando efficacia i rapporti contrattuali perfezionati e la funzionalità dei conti di pagamento presso i prestatori terzi. Non vengono meno, in pendenza della misura, i doveri di correttezza e trasparenza verso la clientela, né gli obblighi informativi verso le autorità, inclusi i presidi di trattamento dei reclami e di continuità operativa, poiché la tutela dell’investitore non si arresta con l’adozione della misura cautelare, ma anzi ne costituisce la ragion d’essere⁴⁹³.

Quanto alle motivazioni puntuali, esse non risultano pubbliche, circostanza coerente con la fisiologia di un provvedimento amministrativo a funzione preventiva, privo di natura sanzionatoria in senso stretto e tipicamente sorretto da rilievi ispettivi che richiedono correttivi organizzativi o procedurali. In simili evenienze, l’operatore è tenuto a presentare un piano di rimedio, con tempi e *milestones* prefissati, idoneo a sanare le criticità riscontrate: dalla *governance* ai sistemi di controllo interno, dalla

⁴⁹¹ V. CAIVANO, C.LUCARELLI, F.J. MAZZOCCHINI, P.SOCCORSO, op. cit., 2024, p. 60.

⁴⁹² REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 (ECSP).

⁴⁹³ Informazioni riportate sul portale della piattaforma stessa, recrowd.com.

gestione dell'*outsourcing* ai presidi di *operational resilience* e ICT, fino all'allineamento delle comunicazioni commerciali e dei documenti informativi (*in primis* il KIIS), nonché alla rigorosa applicazione del test di conoscenze e della simulazione della capacità di sopportare perdite per gli investitori non sofisticati⁴⁹⁴.

Sul versante transfrontaliero, la sospensione disposta dall'autorità del Paese d'origine si riflette sull'operatività in passaporto, attivando, se del caso, gli strumenti di cooperazione tra autorità nazionali e ESMA; ciò evidenzia la vocazione uniformante dell'ECSP nell'*enforcement*, che mira a rendere omogenei presidi e rimedi nell'intero spazio dell'Unione. Il caso, in controluce, conferma una lezione sistemica: la liceità e continuità del servizio non dipendono soltanto dal rilascio dell'autorizzazione, ma dalla tenuta nel tempo degli assetti organizzativi, dei controlli e della trasparenza informativa, giacché la protezione dell'investitore, vero fulcro teleologico dell'ECSP, è presidio non negoziabile; sicché il ritorno alla piena operatività passa attraverso la verificabile effettività degli interventi correttivi, in un circuito virtuoso di responsabilizzazione dell'operatore e di fiducia del mercato⁴⁹⁵.

3.4 La Direttiva *Omnibus*: nuove tutele per il consumatore

La Direttiva UE n. 2019/2161, c.d. Direttiva *Omnibus* (di seguito "Direttiva") costituisce, all'interno del quadro fino ad ora delineato, un esempio di azione normativa compiuta negli ultimi anni dall'Unione Europea per rafforzare la tutela dei consumatori nell'era digitale. La Direttiva introduce una serie di novità volte a rafforzare l'applicazione del diritto UE in materia di tutela dei consumatori creando un quadro normativo omogeneo per tutti gli Stati membri, adeguando il relativo impianto normativo all'evoluzione digitale dei mercati.

La Direttiva e il Regolamento ECSP si pongono in relazione su un duplice livello. Da un lato, la Direttiva configura una cornice generale di protezione dei consumatori, imponendo regole di trasparenza e correttezza che trovano applicazione anche con riguardo agli investitori *retail* operanti sulle piattaforme di *crowdfunding*. Tali prescrizioni si affiancano agli obblighi puntuali stabiliti dal Regolamento ECSP, quali

⁴⁹⁴ "Banca d'Italia sospende le nuove campagne su Recrowd" in AziendaBanca, 2025.

⁴⁹⁵ "Banca d'Italia blocca Recrowd: cosa succede davvero?", redatto da Associazione europea consumatori dipendenti, su euroconsumatori.eu.

gli adempimenti informativi, i test di appropriatezza e la predisposizione delle schede di investimento, così da delineare un sistema plurimo di garanzie. Dall'altro lato, il coordinamento normativo trova la sua espressione nel carattere direttamente applicabile del Regolamento ECSP, il quale si impone quale disciplina settoriale uniforme, senza tuttavia escludere l'operatività delle disposizioni nazionali di recepimento della Direttiva nei profili non specificamente disciplinati. Ne consegue che le piattaforme di *crowdfunding* sono tenute a conformarsi, simultaneamente, tanto agli obblighi speciali derivanti dal Regolamento ECSP quanto alle regole di trasparenza e correttezza desumibili dalla Direttiva, con l'effetto di porre a carico degli operatori un duplice livello di conformità normativa e di rafforzare in tal modo la tutela degli investitori.

3.4.1 Obiettivi della Direttiva

La Commissione Europea, nell'ambito del programma REFIT (*REGulatory FITness and performance*)⁴⁹⁶ aveva proceduto all'esame, nel 2016-2017, dell'adeguatezza e dell'efficacia delle regole vigenti in tema di tutela dei consumatori. Dal periodo di revisione sono emersi, da un lato, profili di incompletezza della normativa vigente rispetto a un mercato sempre più digitale e, dall'altro, una insufficiente conoscenza, tanto da parte dei professionisti quanto dei consumatori, degli strumenti già disponibili⁴⁹⁷. Le misure sin lì adottate a livello unionale per diffondere consapevolezza e promuovere l'attuazione delle regole si erano rivelate inidonee agli scopi, anche per effetto delle carenze e delle difformità di recepimento nei singoli Stati membri⁴⁹⁸. In tale contesto si colloca la Direttiva, parte integrante del

⁴⁹⁶ REFIT è un programma di controllo sull'adeguatezza e sull'efficacia della regolamentazione della Commissione Europea. Nell'ambito di questo programma, la Commissione garantisce che la legislazione UE produca i benefici e i vantaggi previsti per le imprese e i cittadini a un costo minimo, semplificando le leggi UE in vigore e riducendo la burocrazia, ove questo sia possibile. Il programma punta a semplificare la legislazione dell'UE, a renderla più mirata e facile da rispettare. Tutte le proposte della Commissione intese a modificare le vigenti leggi dell'UE dovrebbero puntare a semplificare e ridurre i costi normativi superflui, conseguendo al contempo gli obiettivi politici di fondo; tali obiettivi possono essere raggiunti solo attraverso una stretta cooperazione della Commissione con le altre istituzioni dell'UE, gli Stati membri e le parti interessate.

⁴⁹⁷ Considerando n. 2 della Direttiva 2019/2161.

⁴⁹⁸ D. DONGO, G. CADDEO, "Tutela dei consumatori, approvata la nuova direttiva UE", www.greatitalianfoodtrade.it, 21 dicembre 2019.

più ampio *New Deal for Consumers*, costituito da una comunicazione e due proposte di direttiva, che la Commissione europea ha adottato nell'aprile 2018 con l'obiettivo di dotare di nuovo vigore l'insieme delle norme poste a protezione dei consumatori in un'ottica di rinnovamento, data l'efficacia ma, allo stesso tempo, l'obsolescenza del precedente quadro normativo⁴⁹⁹. Come chiarito dalla stessa Commissione, “*the Commission’s New Deal for Consumers is a proposal that will guarantee that all European consumers fully benefit from their rights. It will also strengthen the public and private enforcement of these rules, ensuring that authorities have the power to impose deterrent sanctions and consumers can access compensation if their rights are breached*”⁵⁰⁰.

Sul piano interno, la Legge 24 agosto 2022, n. 127 (*legge di delegazione europea*) ha conferito al Governo la delega per il recepimento, *inter alia*, della Direttiva 2019/2161, che modifica le direttive 93/13/CEE, 98/6/CE, 2005/29/CE e 2011/83/UE, al fine di una migliore applicazione e di una modernizzazione delle norme unionali in materia di protezione dei consumatori. Il recepimento in Italia è intervenuto con ritardo rispetto alle scadenze fissate (21 novembre 2021 per la trasposizione; 28 maggio 2022 per l'applicazione), circostanza che ha determinato l'avvio, da parte della Commissione, della procedura di infrazione n. 2022/0107, giunta sino al parere motivato e tale da sollecitare l'adozione delle misure necessarie⁵⁰¹. È quindi seguito il d.lgs. 7 marzo 2023, n. 26, pubblicato in Gazzetta Ufficiale il 18 marzo 2023 ed entrato in vigore il 2 aprile 2023, con il quale l'ordinamento nazionale ha dato attuazione alla Direttiva, riallineando l'impianto domestico al rinnovato quadro unionale⁵⁰².

⁴⁹⁹ B. MARTINO, “*Le modifiche introdotte dalla normativa Omnibus*”, www.legalfordigital.it, 11 gennaio 2024.

⁵⁰⁰ www.commissione.europa.eu, “Il *New Deal* per i consumatori della Commissione è una proposta che garantirà a tutti i consumatori europei il pieno godimento dei propri diritti. Rafforzerà inoltre l'applicazione di tali norme da parte del settore pubblico e privato, assicurando che le autorità abbiano il potere di imporre sanzioni deterrenti e che i consumatori possano ottenere un risarcimento in caso di violazione dei propri diritti” (tdr).

⁵⁰¹ La procedura di infrazione costituisce uno strumento giuridico indispensabile con cui viene sanzionato il mancato rispetto, da parte degli Stati membri, di tutti gli obblighi derivanti dagli atti vincolanti, dai trattati e dagli accordi stipulati dall'Unione Europea; è uno strumento fondamentale per garantire il rispetto e l'effettività del diritto dell'Unione. La decisione relativa al suo avvio è di competenza esclusiva della Commissione, la quale, esercitando un potere discrezionale, può agire su denuncia di privati, sulla base di un'interrogazione parlamentare o di sua iniziativa.

⁵⁰² M.G. COLOMBO, G. NAVA, “*La Direttiva Omnibus in Italia: maggiori tutele per i consumatori*”, nel *Sole 24 ore*, 7 aprile 2023.

In coerenza con quanto già previsto dal *Digital Services Act* in tema di *ranking* dei risultati proposti al consumatore, la Direttiva interviene sull'art. 7 della direttiva 2005/29/CE, aggiungendo, tra le informazioni la cui omissione integra pratica ingannevole, l'obbligo di indicare, "in un'apposita sezione dell'interfaccia *online*, direttamente e facilmente accessibile dalla pagina dei risultati", i parametri principali che determinano la classificazione dei prodotti e la relativa importanza rispetto ad altri criteri. L'esplicita esclusione dei fornitori di motori di ricerca (art. 2, punto 6, reg. (UE) 2019/1150) chiarisce la *ratio*: assicurare al consumatore, nel contesto dei mercati *online*, una comprensione sufficiente dell'algoritmo che ordina i risultati in vista di una decisione commerciale; restano, invece, irrilevanti ai fini di questa specifica disciplina i risultati di motori generalisti (quali "Google Search", "Microsoft Bing", "Yahoo Search"), già soggetti, ai sensi del regolamento 2019/1150, a obblighi di trasparenza quando il miglior posizionamento dipenda da pagamenti. In tale prospettiva, la Direttiva inserisce nell'allegato I della direttiva 2005 un art. 11-*bis*, che qualifica come in ogni caso ingannevole la pratica di disporre i risultati senza segnalare l'eventuale posizionamento a pagamento.

La distinzione tra fornitore di mercato *online* e fornitore di motore di ricerca si giustifica alla luce della diversa natura funzionale delle piattaforme: la prima è strutturalmente orientata alla conclusione di contratti di compravendita, la seconda alla ricerca generica che solo talvolta sfocia in una decisione d'acquisto, richiedendo quest'ultima un presidio informativo più marcato circa la presenza di annunci.

Ulteriore profilo affrontato dalla Direttiva concerne l'insufficiente chiarezza sulla qualifica giuridica dell'offerente nei mercati di intermediazione. Poiché le tutele B2C presentano intensità maggiore per riequilibrare il rapporto con il professionista, la prassi, talora priva di intento decettivo ma potenzialmente scorretta, di non chiarire se il venditore agisca come professionista o privato rischia di indurre il consumatore a ritenere B2C un rapporto in realtà C2C, così privandolo delle garanzie consumeristiche. Per colmare tale *deficit* di trasparenza, la Direttiva, all'art. 3, punto 4, modifica la direttiva 2005/29/CE includendo tra le informazioni rilevanti anche la qualifica dell'offerente terzo nei mercati *online*: ove vi sia invito all'acquisto, l'offerente deve dichiarare al fornitore del mercato se operi come professionista, gravando poi su quest'ultimo l'onere di rendere la distinzione chiara e

immediatamente percepibile al consumatore, il quale deve poter accedere, senza oneri indebiti, a una pagina informativa che espliciti le diverse tutele, secondo i principi del *legal design*.

Infine, la Direttiva prende atto del rilievo crescente dei servizi “zero price”, riconoscendo che, nell’economia digitale, i dati personali del consumatore possono fungere da corrispettivo. Il considerando 31 sollecita, perciò, la modifica della direttiva 2011/83/UE affinché il suo art. 3 ricomprenda anche i contratti in cui il professionista offre un servizio o contenuto digitale in sinallagma con la fornitura (o l’impegno a fornire) dati personali; restano esclusi, tuttavia, i metadati e i dati raccolti al solo fine di adempiere obblighi di legge gravanti sul gestore della piattaforma. In tal modo, il quadro europeo si riallinea alla realtà dei mercati, rafforzando trasparenza e correttezza nelle transazioni digitali.

3.4.2 Modifiche introdotte al D.lgs. 6 settembre 2005 n. 206

Il Decreto legislativo n. 26 del 7 marzo 2023 apporta alcune modifiche al Codice del consumo (D. lgs. n. 206 del 6 settembre 2005), che comprende le disposizioni vigenti in materia di tutela dei consumatori e la maggior parte delle disposizioni emanate dall’Unione Europea nel corso degli ultimi venticinque anni per la protezione del consumatore⁵⁰³. La Direttiva introduce novità di rilievo modificando l’impostazione del Codice del consumo, rimasto nel tempo sostanzialmente stabile, a fronte di un contesto, quale l’*e-commerce*, profondamente mutato sia per dimensioni sia per varietà dei servizi offerti⁵⁰⁴.

Le principali novità introdotte attengono: i) all’individuazione e tipizzazione di nuove pratiche commerciali sleali o ingannevoli; (ii) al rafforzamento degli obblighi di trasparenza informativa verso i consumatori, in particolare nell’esposizione dei prezzi nelle campagne promozionali (con regole sull’indicazione del prezzo precedente); (iii) alla rimodulazione del regime sanzionatorio, ora armonizzato a livello unionale secondo criteri di effettività e proporzionalità.

⁵⁰³ L. MONSINI, “*Tutto quello che c’è da sapere sulle nuove norme: gli aggiornamenti di cui gli operatori e-commerce devono tenere conto, nuovi casi di pratiche sleali, nuove modalità nell’annuncio di riduzione dei prezzi, obblighi e sanzioni*”, www.pagamentidigitali.it, 26 giugno 2023.

⁵⁰⁴ L. BERTO, “*L’Italia ha recepito la Direttiva Omnibus*”, www.cyberlaws.it, 5 maggio 2023.

In tale cornice, la Direttiva amplia lo spettro delle pratiche commerciali sleali. Secondo l'AGCM per pratiche commerciale si intende⁵⁰⁵ “qualsiasi azione, omissione, condotta, dichiarazione o comunicazione commerciale, compresa la pubblicità diffusa con ogni mezzo e il *marketing*, che un professionista pone in essere in relazione alla promozione, alla vendita o alla fornitura di beni o servizi ai consumatori”⁵⁰⁶. In linea generale, le pratiche commerciali scorrette, e quindi vietate, sono quelle: contrarie alla diligenza professionale intesa come “normale grado della specifica competenza ed attenzione che ragionevolmente i consumatori attendono da un professionista nei loro confronti rispetto ai principi generali di correttezza e buona fede nel settore di attività”⁵⁰⁷; che sono false o che sono idonee a falsare “in misura apprezzabile il comportamento economico del consumatore, in relazione al prodotto”⁵⁰⁸; che tali risultano con riferimento al comportamento “del consumatore medio che essa raggiunge o al quale è diretta”.

Il Codice del consumo annovera, tra le pratiche commerciali scorrette, quelle ingannevoli e quelle pratiche aggressive⁵⁰⁹. Sono ingannevoli quelle mediante le quali si rappresentano informazioni non veritiere, dunque idonee a trarre in errore il consumatore medio su elementi essenziali dell'operazione, quali le caratteristiche del prodotto o del servizio, il prezzo, l'identità e le qualità del professionista, nonché le omissioni di informazioni rilevanti di cui il consumatore medio necessita, nel concreto contesto, per assumere una decisione consapevole; ricadono in tale categoria anche i comportamenti che inducano il consumatore ad adottare una decisione che, altrimenti, non avrebbe preso. È, invece, aggressiva la pratica “idonea a limitare considerevolmente la libertà di scelta o di comportamento del consumatore medio”, come avviene in presenza di molestie, coercizione o altre forme di indebito condizionamento, da valutarsi in relazione alla natura, ai tempi, al luogo e alle modalità della pratica⁵¹⁰. Tra le pratiche che devono considerarsi in ogni caso scorrette, la Direttiva ha incluso: i) la cd. *dual quality*, ossia la promozione, in uno Stato membro,

⁵⁰⁵ A. BARENGHI, “*Diritto dei consumatori*”, op. cit., pp. 165 e ss.

⁵⁰⁶ Art. 18 co.1 lett. d), Codice del consumo.

⁵⁰⁷ Art. 18 lett. h), Codice del consumo.

⁵⁰⁸ Art. 18 lett. e), Codice del consumo.

⁵⁰⁹ A. BARENGHI, “*Diritto dei consumatori*”, op. cit., pp. 168 e ss.

⁵¹⁰ Art. 24, Codice del consumo.

di un bene presentato come identico a quello commercializzato in un altro Stato membro, quando esso differisca in modo significativo per caratteristiche o composizione; ii) il posizionamento a pagamento nei risultati di ricerca: è ingannevole restituire un risultato in una posizione di favore senza indicare in modo chiaro che tale collocazione dipende da un corrispettivo versato dall'inserzionista; iii) le recensioni dei consumatori: poiché le decisioni d'acquisto si fondano sempre più su *reviews* e raccomandazioni, il professionista che fornisce accesso alle recensioni deve informare se siano stati adottati processi idonei a garantire che esse provengano da effettivi utilizzatori o acquirenti; integra pratica commerciale sleale dichiarare che le recensioni provengono da tali soggetti quando non siano state adottate misure ragionevoli e proporzionate di verifica. In tal modo, il legislatore europeo innalza gli *standard* di trasparenza e correttezza, presidi indispensabili per l'integrità delle scelte economiche del consumatore.

La Direttiva ha poi introdotto una disposizione di particolare rilievo in tema di annunci di riduzione di prezzo, volta a rendere intellegibile al consumatore l'effettiva entità degli sconti praticati nelle campagne promozionali. In base alla nuova regola, che integra il Codice del consumo con l'art. 17-*bis*, rubricato appunto "Annunci di riduzione di prezzo", il professionista, ogniqualvolta applichi uno sconto, deve indicare il prezzo più basso praticato nei trenta giorni precedenti⁵¹¹. Qualora, come nelle vendite di fine stagione, si susseguano ribassi multipli, il "prezzo precedente" è quello vigente prima del primo annuncio; se, invece, il prodotto è stato immesso sul mercato da meno di trenta giorni, l'annuncio deve comunque riportare il prezzo precedente, precisando il più breve periodo di riferimento. La *ratio* è chiara: evitare la pratica, decettiva, di "gonfiare" il prezzo di partenza per simulare sconti fittizi.

Contestualmente, la Direttiva rafforza il sistema sanzionatorio, armonizzandolo a livello europeo e innalzando l'effettività dell'*enforcement*. In sede di attuazione nazionale, sono state inasprite le sanzioni irrogabili dall'AGCM: per le pratiche commerciali scorrette il massimo edittale è passato da 5 a 10 milioni di euro⁵¹²; per i casi transfrontalieri, la sanzione può raggiungere il 4% del fatturato annuo dell'operatore (ovvero 2.000.000 di euro quando il fatturato non sia determinabile),

⁵¹¹ Art. 2 della Direttiva 2019/2161.

⁵¹² Art. 27 co.9, Codice del consumo.

avuto riguardo, secondo criteri legali, alla natura, gravità, entità e durata dell'infrazione, nonché all'eventuale recidiva e alle misure riparatorie adottate⁵¹³. Inoltre, l'inserimento di clausole vessatorie nei contratti B2C non è più sanzionato con la sola nullità delle pattuizioni, ma può comportare, *ultra* la declaratoria di inefficacia, un'ammenda fino a 10 milioni di euro: segnale eloquente della volontà del legislatore di presidiare con rigore la trasparenza e la correttezza delle relazioni di consumo⁵¹⁴.

3.5 Critica alla tutela apprestata dalla piattaforma

Il prestatore riconosce ed accetta che, nell'ambito del Mercato e dell'operazione prescelta, la selezione dei richiedenti avvenga in via automatica secondo i criteri predeterminati dalla piattaforma, senza alcuna successiva interferenza dell'istituto; i soggetti così selezionati divengono, pertanto, le sue controparti nei finanziamenti, restando inteso che, ad ogni effetto, faranno piena prova le registrazioni e la documentazione dell'istituto. Tale profilo, per la maggior parte delle piattaforme, permane talora irrisolto: si avverte, infatti, l'esigenza di criteri più analitici nella selezione dei richiedenti e, correlativamente, di una maggiore libertà di scelta in capo all'utente nella costruzione dell'operazione di finanziamento.

In questa prospettiva, il Regolamento ECSP⁵¹⁵ ha contribuito notevolmente, garantendo adeguati strumenti per una maggiore tutela degli investitori, imponendo, per l'appunto, ai gestori delle piattaforme doveri generali di condotta (agire in modo onesto, equo e professionale e nel miglior interesse dei clienti) e obblighi informativi (attinenti a costi, rischi e procedure di selezione). Permane, tuttavia, l'assenza di obblighi specifici di trasparenza sull'impatto dei *big data* e degli algoritmi nei processi valutativi, così come risultano ancora scarsi gli avvertimenti espressi agli investitori circa le conseguenze dell'eventuale inadempimento o delle false dichiarazioni del debitore.

Parte della dottrina ha, inoltre, criticato la mancanza di disposizioni che stabiliscano puntuali ed espliciti obblighi di diligenza del fornitore nella selezione dei progetti: la mera verifica di completezza e chiarezza delle informazioni inserite nel *Key Investor*

⁵¹³ F. CAPONE, "Tutela dei consumatori nell'e-commerce: cosa cambia con la Direttiva Omnibus", www.ecommercelegale.it.

⁵¹⁴ Art. 1 della Direttiva 2019/2161.

⁵¹⁵ REGOLAMENTO (UE) 2020/1503.

Information Sheet (KIIS) non appare, di per sé, sufficiente a restituire il quadro economico-finanziario del proponente⁵¹⁶. Si è osservato, altresì, che l'assoggettamento del *marketplace lending* alle medesime regole, salve talune eccezioni, del *marketplace investing* non coglie le differenze strutturali tra i due modelli (grado di armonizzazione, maturità del settore, strumenti di contenimento del rischio, ampiezza dello spazio investibile), rendendo opportuna una parziale differenziazione regolatoria.

Più in generale, se si osserva la disciplina delle piattaforme disposta dal nuovo regolamento ECSP, è possibile rilevare un'incertezza da parte del legislatore europeo in merito ai contorni ed alle caratteristiche dell'attività delle piattaforme di *marketplace lending*. A tal proposito, si sottolinea che la normativa si pone a metà strada tra i servizi meramente esecutivi (quali esecuzione e ricezione e trasmissione di ordini) e quelli più discrezionali e fiduciari (consulenza e gestione del portafoglio), generando parziali e non chiare sovrapposizioni con servizi caratterizzati “da un ruolo di arbitro tra giocatori professionisti (mercati/SMN) o da un insieme di servizi di assistenza al solo emittente (collocamento), per cui i tentativi di sottoporre tali diverse realtà alla medesima disciplina non possono che risultare inadeguati”⁵¹⁷.

La Banca d'Italia ha sollevato un'ulteriore critica riguardante il rischio che porta con sé l'adozione di una scarsa qualità del credito erogato per mezzo delle piattaforme; questo, infatti, potrebbe assumere rilevanza per la stabilità finanziaria. “In primo luogo potrebbe esservi il rischio che l'accesso ai prestiti erogati attraverso le piattaforme comporti una crescita rapida dell'indebitamento dei soggetti finanziati, alimentando un'espansione eccessiva del credito in alcuni segmenti dell'economia. In secondo luogo, il coinvolgimento degli investitori istituzionali e del sistema bancario ombra nell'attività di LBC potrebbe comportare l'accumularsi di rischi in modo simile a quanto si è verificato prima della crisi globale”⁵¹⁸. Inoltre, la solvibilità degli intermediari che hanno sostenuto ingenti investimenti in prestiti originati tramite piattaforme di *social lending* viene messa a repentaglio. Nella misura in cui questi

⁵¹⁶ E. MACCHIAVELLO, “*Prospettive di regolazione del crowdfunding a livello europeo*” in “*Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria ?*”, in *Quaderni FinTech*, Consob, luglio 2019, pp. 241-242.

⁵¹⁷ E. MACCHIAVELLO, op. cit., p. 242.

⁵¹⁸ M. BOFONDI, BANCA D'ITALIA, “*Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*”, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 375, 2017, p. 17.

intermediari sono interconnessi con altri utenti, ad esempio a causa di un elevato grado di indebitamento, le loro difficoltà potrebbero avere ripercussioni sistemiche.

Ulteriormente, il nuovo Regolamento ha ampliato il servizio di consulenza in materia di investimenti senza però disciplinare l'applicazione di regole tipiche per svolgere tale servizio ed ha, inoltre, trasformato il test delle conoscenze in un ibrido tra test di appropriatezza e adeguatezza, generando confusione e incertezza. Tuttavia, si riconosce che l'aver trasformato la verifica delle conoscenze in una sorta di sistema di *product governance* automatizzato in grado di restringere l'accesso alla piattaforma degli investitori *retail* consapevoli e ai soli prodotti in linea con le informazioni e profilo di rischio forniti dagli stessi, rappresenta un passo significativo verso un utilizzo sicuro e a tutela degli utenti delle piattaforme.

Inoltre, secondo una recente indagine della Banca d'Italia⁵¹⁹, il crescere dell'automazione dei processi e l'aumento dei controlli sulle frodi e sulle violazioni delle normative dovrebbe migliorare i profili legali e reputazionali.

Per contro, forme di investimento che si fondano sulla collaborazione con società terze o sviluppate in *outsourcing*, potrebbero far sorgere controversie legali non sufficientemente disciplinate dai contratti tra i diversi operatori coinvolti nell'erogazione di un servizio tecnologicamente innovativo.

Al fine di aumentare la tutela rivolta ai finanziatori, in Italia la Consob e la Banca d'Italia vigilano sugli intermediari "ai quali si applicano norme generali, che hanno ad oggetto gli esponenti aziendali e gli azionisti, nonché l'ampia disciplina delle crisi aziendali, e norme riferibili a specifici soggetti o a determinate attività come la prestazione di servizi di investimento e la gestione collettiva del risparmio"⁵²⁰.

Le istituzioni vigilanti verificano che i gestori perseguano i macro obiettivi dettati dall'articolo 5 del Testo Unico della Finanza, quali:

- a) "la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario;
- b) la tutela degli investitori;
- c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario;
- d) la competitività del sistema finanziario;
- e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria (certezza del diritto)"⁵²¹.

⁵¹⁹ BANCA D'ITALIA, "Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano", novembre 2021, p. 8.

⁵²⁰ CONSOB, "La vigilanza sugli intermediari finanziari", consob.it.

⁵²¹ Art. 5, co. 1, Testo Unico Finanziario.

Nello specifico, spetta alla Consob monitorare l'attività degli intermediari per garantire la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, mentre è la Banca d'Italia che è tenuta ad assicurare che la gestione da parte delle piattaforme sia sana, condotta secondo criteri di redditività, e prudente, condotta mediante monitoraggio dei rischi nello svolgimento delle diverse attività.

È doveroso, infine, precisare i diversi strumenti che le istituzioni vigilanti possono adottare al fine di sorvegliare in modo preciso e funzionale.

In primo luogo, si ha la vigilanza regolamentare, ossia il potere di adottare norme di attuazione orientato da alcuni principi, tra cui la valorizzazione dell'autonomia decisionale dei soggetti vigilati e la gradualità degli obblighi in relazione alla natura dei clienti (*retail* o professionali).

In secondo luogo, le istituzioni dispongono di poteri di autorizzazione relativi ai soggetti che si candidano per svolgere determinate attività (come ad esempio, le Società di intermediazione mobiliare).

In terzo luogo, si ha la vigilanza informativa, questa si articola in un potere posto a capo delle Autorità di richiedere la comunicazione di dati e notizie e, inoltre, in obblighi di comunicazione da parte degli organi di controllo sulle irregolarità della gestione e sulla violazione di norme.

L'ultimo strumento messo disposizione delle istituzioni vigilanti riguarda la vigilanza ispettiva, vale a dire il potere di effettuare ispezioni, richiedere l'esibizione dei documenti e il compimento degli atti valutati indispensabili presso i soggetti abilitati⁵²².

3.5.1 Quando un soggetto si può dire informato?

Dopo aver esaminato gli strumenti che gli intermediari e i titolari dei progetti mettono a disposizione degli utenti per portarli a conoscenza delle informazioni riguardanti l'investimento⁵²³, di seguito si analizza quando, ottenute tali informazioni, si può affermare che il cliente sia realmente informato. La questione, come osservato da parte della dottrina, impone di precisare che cosa significhi tutelare l'investitore,

⁵²² CONSOB, "La vigilanza sugli intermediari finanziari", consob.it.

⁵²³ §3.3 ss. e §2.3.2.

quali siano gli investitori che necessitano protezione e quali modalità regolatorie risultino più idonee a perseguire tale obiettivo.

Nel tentativo di rispondere a tali quesiti, il diritto dell'Unione europea e l'ordinamento italiano hanno compiuto una serie di interventi. In primo luogo, il diritto europeo dei mercati finanziari ha tradizionalmente ricondotto la tutela dell'investitore al tema delle asimmetrie informative che connotano il mercato dei capitali⁵²⁴. L'efficienza allocativa dell'investimento risulta, infatti, compromessa allorché permangano divari conoscitivi eccessivi tra emittenti e investitori, tra investitori e intermediari, ovvero tra categorie di investitori operanti sul mercato. Per questo motivo, secondo la disciplina europea in materia di prospetto, la tutela dell'investitore tende a risolversi in regole di trasparenza, che si articolano nell'imposizione di un obbligo di *disclosure* in capo ai soggetti maggiormente informati, assicurando al cliente la possibilità di adottare scelte di investimento razionali⁵²⁵.

Tuttavia, una disciplina di tutela centrata esclusivamente sulla trasparenza è risultata, anche per effetto della disparità di potere contrattuale, insufficiente; infatti, l'esperienza degli ultimi due decenni ha messo in luce, con evidenza sistemica, i limiti cognitivi dei partecipanti al mercato e la possibilità che le dinamiche della libertà morale conducano a scelte individuali non allineate al modello dell'agente economico razionale⁵²⁶. Ne discende che l'"investitore informato" non coincide, in via automatica, con l'"investitore protetto": l'informazione, pur necessaria, non è di per sé sufficiente, se non accompagnata da tutele capaci di tradurre il dato informativo in comprensione effettiva e in condotte appropriate, rimediando, oltre che al difetto di trasparenza, alle asimmetrie di potere che insidiano la qualità delle decisioni di investimento.

Al fine di implementare la tutela dell'investitore e di farne un soggetto realmente informato nel mercato, la direttiva MiFID⁵²⁷ ha introdotto previsioni innovative che si muovono lungo un duplice crinale: da un lato, regole organizzative volte a limitare la

⁵²⁴ ANDENAS, CHIU, *"The Foundations and Future of Financial Regulation: Governance for Responsibility"*, 2014, p. 22 ss.

⁵²⁵ MOLONEY, *"Financial Services and Markets"*, in BALDWIN, CAVE, LODGE, *"The Oxford Handbook of Regulation"*, 2012, p. 438 ss.

⁵²⁶ A. PERRONE, *"Mercato all'ingrosso e regole di comportamento"*, in *Rivista delle Società*, 2010, p. 525 ss.

⁵²⁷ DIRETTIVA 39/2004/CE.

possibilità che l'intermediario consegua benefici privati dall'investimento del cliente; dall'altro, regole di condotta volte a proteggere l'investitore dai propri limiti cognitivi e, dunque, dalla stessa insufficienza conoscitiva⁵²⁸. In un contesto connotato da elevata complessità, l'investitore ricerca nei gestori delle piattaforme interlocutori affidabili cui potersi fidare per prendere una decisione sull'investimento da effettuare. Tuttavia, una simile dinamica fiduciaria, strettamente necessaria in un contesto così complesso come quello finanziario, mette in luce la posizione debole e vulnerabile del cliente rispetto all'intermediario destinatario della sua fiducia⁵²⁹.

Per questo motivo si ha la “titolarità di un potere dell'intermediario sul cliente, che giustifica la corrispondente responsabilità del primo a tutela della possibile vulnerabilità del secondo, così da assicurare, in una prospettiva di carattere più generale, la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario”⁵³⁰.

Con la direttiva MiFID II⁵³¹, con la direttiva delegata⁵³² e con le *Guidelines* dell'ESMA⁵³³ si sono introdotte regole stringenti sulla produzione e sulla distribuzione degli strumenti finanziari, identificate come “*product governance*”.

Queste, ai fini della necessità di rendere informato il cliente, hanno segnato una svolta essenziale; infatti, tali regole obbligano gli intermediari ad adottare assetti organizzativi capaci di assicurare che la produzione e la distribuzione di strumenti finanziari siano immuni da conflitti di interesse e rispondano alle esigenze di un determinato *target* di mercato.

Ad esempio, l'articolo 24 della MiFID II dispone che l'intermediario che provvede alla distribuzione “deve conoscere gli strumenti finanziari offerti o raccomandati, valutarne la compatibilità con le esigenze della clientela cui fornisce servizi di investimento⁵³⁴” e, come disposto all'articolo 10 della Direttiva delegata MiFID II,

⁵²⁸ Definite “regole paternalistiche”, nel senso che il paternalismo giuridico è diretto a scavalcare la scelta individuale al fine di evitare che l'interessato provochi un danno a sé stesso.

⁵²⁹ R. COLOMBO, “*Trust and the Reform of Securities Regulation*”, in *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, vol. 35, n. 3, 2010, p. 835 ss.

⁵³⁰ A. PERRONE, “*Servizi di investimento e tutela dell'investitore*”, in *Banca Borsa e Titolo di Credito*, n.1, 2019, p.6.

⁵³¹ DIRETTIVA 2004/39/CE.

⁵³² DIRETTIVA (UE) 2017/593.

⁵³³ Linee Guida pubblicate dall'ESMA relative alla direttiva MiFID II.

⁵³⁴ Art. 24, DIRETTIVA 2004/39/CE.

“fare in modo che gli strumenti finanziari siano offerti o raccomandati solo quando ciò sia nell’interesse del cliente”⁵³⁵.

I più recenti interventi dell’Unione si caratterizzano, inoltre, per il tentativo di superare la tradizionale segmentazione tra prodotti bancari, finanziari e assicurativi: la previsione di regole differenti per fenomeni economicamente affini accresce i costi di *compliance* per le piattaforme polifunzionali, genera confusione negli investitori e alimenta rischi di arbitraggio regolamentare⁵³⁶. Dunque, allo scopo di superare la segmentazione, si sono introdotte regole uniformi trasversali (cd. *cross sectoral*) applicabili a prodotti che, pur diversi nella veste giuridica, condividono la medesima sostanza economica; ne è paradigma il Regolamento PRIIPS⁵³⁷, le cui disposizioni di trasparenza e di *product intervention* si applicano ai prodotti di investimento che, a prescindere dalla forma giuridica, presentano le medesime caratteristiche economiche. Alla luce di quanto precede, si può concludere affermando che l’asimmetria informativa sia un fattore strutturale delle scelte di investimento; quindi, al fine di rendere il cliente un “soggetto informato”, è necessario che al modello fiduciario fondato sull’intelligente relazione tra cliente e intermediario, si accompagnino ulteriori comportamenti degli intermediari in grado di sanare, anche solo in parte, tale sproporzione informativa.

3.5.1.1 Tutela dell’affidamento

Nei rapporti contrattuali di durata, “le parti ripongono il proprio affidamento sul fatto che, quando sarà il momento di farne applicazione, la regola contrattuale verrà ragionevolmente intesa, nel quadro dello scenario che in quel momento si presenterà”⁵³⁸. A presidio di tale affidamento, è necessario che i contraenti si scambino le informazioni di cui dispongono, così da instaurare un rapporto di leale collaborazione e rendere prevedibili, per quanto possibile, gli esiti dell’esecuzione.

⁵³⁵ Art. 10, DIRETTIVA (UE) 2017/593.

⁵³⁶ V. COLAERT, “*European Banking, Insurance and Investment Services Law: Cutting Through Sectoral Lines?*”, in *Common Market Law Review*, ottobre 2015, p. 1579 ss.

⁵³⁷ REGOLAMENTO (UE) N. 1286/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d’investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

⁵³⁸ C. ABATANGELO, “*Reti contrattuali, Relational Contracts e tutela dell’affidamento*”, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1, gennaio 2020, p. 17.

Nel *crowdinvesting*, l'investitore pone la propria fiducia sulle informazioni che l'intermediario mette a disposizione, tra cui, in particolare, la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (cd. KIIS - *Key Investor Information Sheet*), nonché sull'assetto organizzativo della piattaforma, che deve prevedere un accurato sistema di monitoraggio delle imprese finanziate. La combinazione tra qualità informativa e vigilanza continuativa genera un affidamento qualificato in capo al cliente, che viene così indotto a scegliere quella specifica piattaforma.

Come affermato dalla dottrina, l'imposizione legislativa di obblighi informativi, soprattutto nella fase di conclusione del contratto, costituisce una tecnica classica di tutela dell'affidamento nei contratti a connotazione relazionale⁵³⁹.

Ne discende che la piattaforma è tenuta a rispondere allorché ponga in essere comportamenti idonei a ingenerare affidamento: il fatto di accreditare, presso il pubblico dei *crowd-investor*, la solidità dei *crowd-borrower* che poi si rivelino finanziariamente instabili si traduce, infatti, in una perdita a carico degli investitori, della quale la piattaforma dovrà rispondere, avendo essa stessa alimentato quella fiducia che ha orientato la decisione d'investimento.

3.5.2 Prospettive per il futuro

L'intervento del legislatore europeo, purtroppo, non è stato in grado di portare a una composizione equilibrata degli interessi in gioco volta a stabilizzare, in modo compiuto, il quadro normativo della materia; anzi, par che difetti una visione realmente complessiva delle implicazioni sistemiche del fenomeno del *crowdfunding*. Così, una volta ammessa la sollecitazione del pubblico risparmio mediante tale tecnica, risulta contraddittorio non predisporre anche un mercato secondario effettivo, idoneo ad assicurare la liquidità degli investimenti: ciò che accadrebbe, ad esempio, consentendo l'utilizzo dei medesimi portali non solo per la fase di offerta, ma pure per la successiva circolazione degli strumenti emessi, onde garantire all'investitore un agevole *exit* in caso di disinvestimento⁵⁴⁰.

⁵³⁹ C. ABATANGELO, "Reti contrattuali, Relational Contracts e tutela dell'affidamento", cit., p. 18.

⁵⁴⁰ U. MINNECI, "Sviluppi normativi in tema di piattaforme di crowdfunding", in L. AMMANNATI, A. CANEPA, (a cura di), "La finanza nell'età degli algoritmi", Giappichelli Editore, 2023, p. 87.

Parimenti, appare un ritorno a schemi risalenti l'opzione di tutela incentrata pressoché esclusivamente sulla trasparenza in luogo di presidi fondati sulla adeguatezza dell'investimento o sulla sua coerenza rispetto al profilo del risparmiatore *retail*. L'esigenza di proteggere i sottoscrittori non sofisticati resta, infatti, solo parzialmente soddisfatta: anche la previsione di limiti quantitativi all'operatività dell'investitore *non sophisticated*, pur apprezzabile in astratto, perde incisività laddove dal superamento della soglia non discenda un divieto di investimento, ma soltanto l'onere, per il gestore, di acquisire un rinnovato consenso espresso dall'aspirante sottoscrittore.

Se è vero che la protezione dell'investitore non può prescindere dal contenimento dei costi regolatori, onde evitare di disincentivare gli emittenti dall'utilizzare tale canale di finanziamento, è altrettanto indubbio che occorra scongiurare l'errore opposto, vale a dire la creazione di un ambiente ostile per i risparmiatori⁵⁴¹. In questa prospettiva, sarebbe opportuno lavorare con maggiore creatività regolatoria, senza far scudo acriticamente ai tradizionali paradigmi informativi, sull'efficacia dei quali, anche all'indomani della crisi del 2008, sono state avanzate forti perplessità⁵⁴².

Una via praticabile potrebbe consistere nel rafforzare il limite quantitativo all'operatività del singolo risparmiatore, prevedendo un vero e proprio divieto di superare una certa soglia (salva la possibilità di reinvestire i proventi generati da operazioni già perfezionate sulla medesima piattaforma): misura che, contenendo *ex ante* la perdita massima, legittimerebbe, alla luce del principio di proporzionalità, l'adozione di standard di tutela più blandi, con ridotto impatto sui costi di strutturazione dell'emissione⁵⁴³.

Una diversa traiettoria regolatoria potrebbe consistere nell'elevare il gestore della piattaforma di *crowdfunding* al "rango" di *gate-keeper*, attribuendogli funzioni di filtro qualificato lungo l'intero ciclo dell'offerta; opzione che, per dispiegare effetti *a monte*,

⁵⁴¹ Cfr. E. GINEVRA, "Le società di capitali "aperte", tra codice civile e Tuf", in *Governance e mercati*. Studi in onore di Paolo Montalenti, I, Giappichelli, Torino, 2022, p. 486 ss.

⁵⁴² A. PERRONE, "Sistema dei controlli e mercato dei capitali", in *Riv. soc.*, 2011, p. 845, dove scrive che "l'enfasi sulla trasparenza riflette una risalente tradizione di autonomia dell'investitore, *caveat emptor* e di valutazione individuale del rischio nella disciplina dei mercati finanziari che risulta ormai fortemente in discussione. Pur presentando il vantaggio di favorire al massimo la libertà di impresa e di esonerare il regolatore dal difficile compito di operare un compromesso tra differenti preferenze, l'impostazione tradizionale presenta, infatti, rilevanti imperfezioni di struttura, nella misura in cui trascura la possibile rilevanza sistemica dei limiti cognitivi dei partecipanti al mercato e le molteplici dinamiche della libertà morale dell'individuo".

⁵⁴³ U. MINNECI, "Sviluppi normativi in tema di piattaforme di crowdfunding", op. cit., p. 90.

postulerebbe verosimilmente interventi anche sul terreno del diritto societario degli emittenti, sino a richiedere, non senza rilevanti oneri sistematici, un disegno organico di riforma della disciplina delle società a responsabilità limitata⁵⁴⁴.

Residua, in alternativa, la via del risparmio gestito: l'orientamento delle sottoscrizioni verso un gestore accentrato, dotato di elevata professionalità e di significativa capacità finanziaria, consentirebbe di ridimensionare il *need of protection* dell'investitore *retail* e, correlativamente, di attenuare l'urgenza di allestire un mercato secondario pienamente liquido, poiché l'uscita verrebbe mediata da un soggetto professionale in grado di assorbire e riallocare il rischio.

Nondimeno, un siffatto assetto impone una ponderazione attenta dei costi connessi alla remunerazione dell'attività di gestione collettiva, nonché del prevedibile interesse industriale degli operatori del settore; profili che, se non opportunamente allineati, potrebbero incidere sull'effettività degli obiettivi di tutela e sul complessivo bilanciamento dell'architettura regolatoria.

⁵⁴⁴ S. ROSSI, "S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società", in *Riv. Dir. soc.*, 2019, p. 528.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Alla luce di quanto esposto e illustrato nelle pagine precedenti, può affermarsi che il mercato del *crowdfunding*, pur a fronte di una congiunturale flessione, permane connotato da un'elevata competitività. L'entrata in vigore del Regolamento europeo ECSP e la conseguente apertura ad un mercato più ampio, tanto sul piano geografico quanto in termini di servizi offerti, interpella il settore a misurarsi con nuove sfide, di segno competitivo e regolatorio, esigendo assetti più maturi e coerenti con il rinnovato quadro europeo.

Le barriere all'ingresso risultano oggi sensibilmente più elevate e l'operatività quale fornitore di servizi postula competenze specialistiche e risorse organizzative non comuni; tali presupposti si rivelano, in particolare, necessari per differenziarsi rispetto ai concorrenti e per sostenere un percorso credibile di innovazione progettuale.

Pur riconoscendo che il Regolamento (UE) 2020/1503 (ECSP) dischiude ampie prospettive di sviluppo, va rimarcato come l'Italia muova da una posizione di vantaggio comparato nel contesto europeo. L'ordinamento italiano, infatti, già conosce una disciplina di rigorosa impronta che: i) consente l'operatività dei gestori di portali solo ove registrati quali istituti di pagamento ovvero Società di Gestione del Risparmio (SGR); ii) sottopone il settore a una vigilanza stringente esercitata da Banca d'Italia, Consob e OAM; iii) si avvale di una consolidata tradizione di trasparenza nelle relazioni con l'utenza.

In via generale, l'evoluzione del quadro regolamentare incontra, dal punto di vista degli operatori, un giudizio favorevole: sono accolti con particolare apprezzamento l'intento di armonizzazione perseguito dal legislatore europeo, la conseguente operatività transfrontaliera mediante "passaporto" e l'ampliamento degli strumenti e delle tipologie di raccolta contemplati. Permangono, per converso, perplessità non marginali: la mancata inclusione delle quote di OICR tra i valori collocabili, l'abbassamento della dimensione massima dell'offerta e la maggiore complessità informativa gravante sugli investitori non sofisticati. Ne risulta l'immagine di un comparto in transizione, consapevole dei propri punti di forza e di debolezza, che si mobilita per cogliere le opportunità del nuovo assetto e a governarne le aporie. In tale prospettiva, il Regolamento ECSP opera quale catalizzatore di responsabilizzazione

dei gestori nella selezione delle campagne e, correlativamente, di innalzamento della trasparenza e della capacità degli investitori di assumere decisioni consapevoli.

In proiezione, il segmento *investment-based* appare destinato a un'intensificazione della concorrenza tra portali, dalla quale potranno trarre beneficio tanto gli investitori quanto le imprese emittenti; l'apertura *cross-border* potrà imprimere impulso a processi di integrazione e aggregazione, alla stipulazione di *partnership* con istituzioni finanziarie e a percorsi di specializzazione verticale. Sul piano delle leve di *policy*, assumono rilievo incentivi fiscali mirati (lato investitori e lato imprese) e misure di smobilizzo idonee a mitigare il rischio strutturale di illiquidità. Resta imprescindibile il binomio informazione-conoscenza: iniziative informative appaiono di immediata utilità se indirizzate agli imprenditori, mentre la platea *retail* necessita, anzitutto, di un rafforzamento della cultura del rischio.

All'esito, il bilancio sul Regolamento ECSP è positivamente orientato: l'armonizzazione sovranazionale e la facilitazione dell'operatività tra Paesi perseguono la finalità di tutelare l'utente e consentire al finanziatore di agire informato. Nondimeno, residuano criticità connesse alle aree rimesse alla competenza nazionale, con possibili disparità di condizioni e rischi di arbitraggio regolamentare. Di qui la centralità della Banca d'Italia e della Consob, chiamate a presidiare l'adeguamento interno, a garantire l'equilibrio tra innovazione e protezione e a vigilare sull'integrità del mercato, così da tutelare realmente il singolo investitore. In tale cornice, l'impiego di piattaforme digitali con modelli di *credit scoring* avanzati potrà ulteriormente alimentare canali alternativi al credito bancario, favorendo la diversificazione delle fonti di finanziamento di *start-up* e PMI, esigenza resa perlopiù evidente dall'esperienza pandemica, che ha valorizzato la rapidità dei canali digitali nel soddisfare i fabbisogni finanziari delle imprese.

BIBLIOGRAFIA

ABATANGELO C., “*Reti contrattuali, Relational Contracts e tutela dell’affidamento*”, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, 1, gennaio 2020.

AGRAWAL A., CATALINI C., GOLDFARB A., “*Some simple economics of crowdfunding*”, *Working Paper* 19133, giugno 2013.

ALPA G., “*L’informazione del risparmiatore*”, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1990.

ANDENAS, CHIU, “*The Foundations and Future of Financial Regulation: Governance for Responsibility*”, 2014.

ASCHENBECK T., ENGLER L., “*Authorisation procedure, scope of authorisation and register*”, MACCHIAVELLO E. (a cura di), “*Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary*”, Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022.

BALP G., “*Il finanziamento digitale: crowdlending, invoice trading e cryptolending*”, CIAN M., SANDEI C. (a cura di), “*Il diritto del Fintech*”, II ed., CEDAM, 2024.

BALP G., “*P2P lending e invoice trading*”, in CIAN M., SANDEI C., “*Diritto del FinTech*”, CEDAM, 2020.

BANCA D’ITALIA, “*Indagine FinTech nel sistema finanziario italiano*”, novembre 2021.

BANCA D’ITALIA, “*Trasparenza delle operazioni e dei servizi bancari e finanziari. Correttezza delle relazioni tra intermediari e clienti*”, 2019.

BARENGHI A., “*Diritto dei consumatori*”, seconda edizione, CEDAM, 2020.

BECK T., CECCHETTI S., GROTHE M., KEMP M., PELIZZON L., SERRANO A., “*Will video kill the radio star? – Digitalisation and the future of banking*”, ESRB - *Reports of the Advisory Scientific Committee*, n. 12, gennaio 2022.

BELLINI E., “*Il nuovo Regolamento Prospetto: le opportunità per un più facile ricorso al mercato dei capitali e una più effettiva armonizzazione dei processi a livello comunitario*”, in *Diritto Societario*, 4, 2019.

BERTI DE MARINIS G., “*Investor protection in crowdfunding transactions*”, TROIANO V. (a cura di), “*Temi e problemi di diritto dell'economia*”, in *Riv. Trimestrale di Diritto dell'Economia*, n.3, 2023.

BERTI DE MARINIS G., “*Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*”, in *Resp. civ. prev.*, 2016.

BOFONDI M., BANCA D'ITALIA, “*Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*”, in *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers)*, Banca d'Italia, n. 375, 2017.

BORELLO G., “*Analisi economica dei lending marketplace. Caratteristiche strutturali delle piattaforme e dimensioni del mercato internazionale*”, in “*Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*”, in *Quaderni FinTech*, Consob, luglio 2019.

BOVINO C., “*Crowdfunding: accesso più rapido ai finanziamenti per le imprese*”, in *IPSOA Quotidiano*, 5 novembre 2020.

BREM C., BILGRAM V., MARCHUK A., “*How crowdfunding platforms change the nature of user innovation – from problem solving to entrepreneurship*”, in *Technological Forecasting and Social Change*, n. 144, 2019.

BRIZZI F., “*Offer to the public and transfer of shares of s.r.l. following the amendment of Article 100-ter T.U.F.: some initial reflections*”, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, n.3, 2023.

CAIVANO V., LUCARELLI C., MAZZOCCHINI F.J., SOCCORSO P., “*Il crowdfunding made in Italy. Un’indagine conoscitiva*”, in *Quaderni Fintech*, Consob, 13 luglio 2024.

CAMBRIDGE CENTRE FOR ALTERNATIVE FINANCE (CCAF), “*The 2nd Global Alternative Finance Market Benchmarking Report*”, University of Cambridge, Judge Business School, giugno 2021.

CAMELI S. A., “*Il Civic crowdfunding e il futuro della pubblica amministrazione*”, in *Rivista Italiana di Public Management*, Vol. 2, n.1, gennaio 2019.

CANALINI V., “*Il fintech e le nuove frontiere dell’innovazione finanziaria*”, in CAPRIGLIONE F. (a cura di), “*Manuale di diritto bancario e finanziario*”, CEDAM, 2019.

CAPONE F., “*Tutela dei consumatori nell’e-commerce: cosa cambia con la Direttiva Omnibus*”, www.ecommerceleale.it.

CAPRARA A., “*Innovazione e impresa innovativa*”, in “*Contratto e impresa. Dialoghi con la giurisprudenza civile e commerciale*”, 2015, n. 4-5, luglio-ottobre, Wolters Kluwer, CEDAM.

CARATELLI M., FILOTTO U., GIBILARO L., MATTAROCCHI G., “*Il mercato del peer-to-peer lending nel mondo e le prospettive per l’Italia. Peer-to-peer lending practices and players: the case of Italy*”, in *Rivista Bancaria*, 3, 2016.

CARRIERI R., “*Crowdfunding: come cambia il finanziamento on line con il nuovo regolamento UE*”, in *IPSOA Quotidiano*, 7 dicembre 2021.

CASTELLI C., SCHIVARDI F., “*Le start-up ai tempi della crisi*”, in *Banche e finanza, concorrenza e mercati*, 13 febbraio 2015.

CASTRATARO D., WRIGHT T., “*Crowdfunding-Come finanziarsi online. Introduzione al finanziamento collaborativo online*”, GreenBooks Editore, Roma, 2014.

CIOCCA N., “*Il finanziamento. I portali per il Crowdfunding*”, in CIAN M., SANDEI C., “*Diritto del FinTech*”, CEDAM, 2020.

COLAERT V., “*European Banking, Insurance and Investment Services Law: Cutting Through Sectoral Lines?*”, in *Common Market Law Review*, ottobre 2015.

COLOMBO M.G., NAVA G., “*La Direttiva Omnibus in Italia: maggiori tutele per i consumatori*”, nel *Sole 24 ore*, 7 aprile 2023.

COLOMBO R., “*Trust and the Reform of Securities Regulation*”, in *Delaware Journal of Corporate Law (DJCL)*, vol. 35, n. 3, 2010.

COLOSIMO B., CORBÒ A., “*Il nuovo regolamento europeo per la prestazione transfrontaliera del crowdfunding*”, 13 novembre 2020, unlaw.it.

CORONA DI GIACOMO A., “*Il nuovo Regolamento UE 2020/1503 – La prestazione transfrontaliera dei Servizi Crowdfunding*”, 28 ottobre 2020, e-lex.it.

CROWDFUNDING CLOUD, “*Nuovo regolamento UE sul crowdfunding*”, intervista esclusiva a Diego Valiante, www.crowd-funding.cloud, 23/04/2018.

CROWDFUNDING CLOUD, “*Crowdfunding, semplicemente produzioni dal basso*”, intervista a Angelo Rindone, www.crowd-funding.cloud, 07/11/2018.

CUMMING D.J., LEBOEUF G., SCHWIENBACHER A., “*Crowdfunding Models: Keep-it-All vs. All or Nothing*”, 2015.

D’AGOSTINO D., “*Presunzione di responsabilità degli intermediari finanziari*”, 29 luglio 2020.

DE LAROSIÈRE J., “*The high-level group on financial supervision in the EU*”, Report, Brussels, 25 febbraio 2009.

DE LUCA R., “*Tutela dei consumatori: la direttiva europea sulle azioni rappresentative*”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 31 luglio 2015.

DE LUCA R., “*Il crowdfunding: quadro normativo, aspetti operativi e opportunità*”, Fondazione Nazionale dei Commercialisti, 2015.

DE SMET J., V. COLAERT, “*Between investor protection and access to crowdfunding: the entry knowledge test and the simulation of the ability to bear loss*”, MACCHIAVELLO E. (a cura di), “*Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary*”, Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022.

DELIVORIAS A., “*Crowdfunding in Europe. Introduction and state of play*”, *European Parliamentary Research Service (ERPS)*, 2017.

DONGO D., CADDEO G., “*Tutela dei consumatori, approvata la nuova direttiva UE*”, www.greatitalianfoodtrade.it, 21 dicembre 2019.

DUARTE D. P., “*Investor protection and information to clients*”, MACCHIAVELLO E. (a cura di), “*Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary*”, Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022.

EBA, “*Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding, Appendix: Report on lending-based crowdfunding: risks, drivers, and potential regulatory approaches*”, EBA/Op/2015/03.

EUROPEAN BANKING AUTHORITY (EBA), “*Consultation Paper: Draft Regulatory Technical Standards on Individual Portfolio Management of loans offered by crowdfunding service providers under Art. 6(7) Regulation*”, (UE) 2020/1503, (EBA/CP/2021/22).

EBA, “*Final report on draft RTS on individual portfolio management of loans by csp*”, EBA/RTS/2021/11, 12 october 2021.

ELBERSE A., “*Should you invest in the Long Tail*”, *Harvard Business Review*”, 2008.

ELGUETA G. R., VARDI N., “*Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitive e razionalità limitata nel diritto privato*”, Roma, RTP, 2014.

ESMA (EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY), “*Questions and Answers - On the European crowdfunding service providers for business Regulation*”, 19 novembre 2021 | ESMA35-42-1088.

ESMA, “*ESMA Work Programme 2022*”, *Board of Supervisors, Corporate Information, Management Board*, 28 settembre 2021, ESMA71-99-1735.

FAVA I., “*Crowdfunding, il nuovo Regolamento Ue: posta in gioco e opportunità*”, in *Agenda Digitale dell’Unione Europea* (agendadigitale.eu), 12 ottobre 2020.

FERRERO V., “*Cos’è il crowdfunding ricorrente, il nuovo modo di finanziare un’idea*”, in *DiarioInnovazione*, 2018.

FILOTTO U., SCIMONE X., “*Agenti in attività finanziaria e mediatori creditizi. Disciplina, caratteristiche, operatività*”, in *Banca e Mercati*, n. 143, 2020.

FORZA D., “*Crowdfunding DIY: la raccolta fondi indipendente*”, www.italiancrowdfunding.com, gennaio 2016.

FOTI G., NAPOLI F., “*Il nuovo Regolamento Prospetto e le disposizioni di adeguamento della Consob. Due passi in avanti ... e uno indietro?*”, in *DirittoBancario.it*, settembre 2019.

FOX, JEFFREY L., “*JOBS Act to jumpstart small business*”, Nature Publishing Group, vol. 30, 2012.

GALLEMORE C., NIELSEN K.R., JESPERSEN K., “*The uneven geography of crowdfunding success: spatial capital on Indiegogo*” in *Economy and Space*, n. 51 (6), 2019, pp. 1389–1406.

GERBER E., “*Crowdfunding: Why people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms*”, 2012.

GIBILARO L., “*Profili di regolamentazione*”, in FILOTTO U. (a cura di), “*Peer to peer lending: mito o realtà? Italia ed esperienze internazionali a confronto*”, Bancaria Editrice, Roma, 2016.

GINEVRA E., “*Le società di capitali “aperte”, tra codice civile e Tuf*”, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, I, Giappichelli, Torino, 2022.

GITTI G., “*Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1, 2020.

GRECO F., “*Informazione precontrattuale e rimedi nella disciplina dell’intermediazione finanziaria*”, in *Quaderni Banca Borsa tit. cred.*, Giuffrè, Milano, 2020.

HARRISON R., “*Crowdfunding and the Revitalisation of The Early Stage Risk Capital Market: Catalyst or Chimera?*”, in *Venture Capital: An international Journal of Entrepreneurial Finance*, vol. 15, n. 4, 2013.

HUANG A., IVANOV V., “*Analysis of crowdfunding under the jobs act*”, SEC- Division of economic and risk analysis, 2025.

INTERREG - CENTRAL EUROPE – CROWD-FUND-PORT, “*La cassetta degli attrezzi del crowdfunding per le PMI*”, giugno 2019.

ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, “*Position Paper Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*”, 7 maggio 2021.

JUNGE L. B., LAURSEN I. C., NIELSEN K. R., “*Choosing crowdfunding: Why do entrepreneurs choose to engage in crowdfunding?*”, in *Technovation*, n. 111, 2022.

KLAES M., “*Identifying Market and Regulatory Obstacles to Cross-border Development of Crowdfunding in the EU*”, *Final Report (EU)*, European Crowdfunding Network, 2017.

LEMBO M., “*La nuovissima normativa europea sugli strumenti finanziari digitali e sul mercato delle cryptovalute. Prime riflessioni*”, in *Rivista del commercio internazionale*, n. 4, 2023.

LENOCI F., “*Dimensioni del Marketplace Lending*”, in “*Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*”, in *Quaderni FinTech*, Consob, luglio 2019.

LERRO A., “*Crowd Investing Cross Border - Osservazioni alla Proposta di Regolamento Europeo sui fornitori europei di servizi di investment crowdfunding per il business*”, Whitepaper-Crowdadvisors.

LERRO A., “*Equity crowdfunding. Investire e finanziare l’impresa tramite internet*”, 2014.

LOUISSE M., “*Due diligence of project owners*”, MACCHIAVELLO E. (a cura di), “*Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary*”, Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022.

MACCHIAVELLO E., “*FinTech. Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*”, in *Mercato concorrenza regole*, 3, dicembre 2019.

MACCHIAVELLO E., “*La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell’evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell’investment-based crowdfunding in Europa*”, in *Banca Impresa Società*, 2, 2016.

MACCHIAVELLO E., “*La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in italia*”, in *Banca Borsa e Titolo di Credito*, 1, 2018.

MACCHIAVELLO E., “*La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding*”, in *Rivista di Diritto Bancario*, marzo 2018.

MACCHIAVELLO E., “*La regolazione del crowdfunding in Italia dopo l’adattamento del nostro ordinamento al Regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di crowdfunding operanti in Italia e questioni ancora aperte*”, in *Riv. di Diritto Bancario*, fasc. I, sez. I, 2024.

MACCHIAVELLO E., “*La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field. L’inesplorato caso dell’invoice trading*”, in *Banca Impresa Società*, 2019, 3.

MACCHIAVELLO E., “*La travagliata evoluzione normativa dell’equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*”, in *Rivista di Diritto Bancario*, gennaio-marzo 2018.

MACCHIAVELLO E., “*Prospettive di regolazione del crowdfunding a livello europeo*” in “*Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*”, in *Quaderni FinTech*, Consob, luglio 2019.

MACCHIAVELLO E., “*The architecture of the European crowdfunding legal framework and the intermediary role of the crowdfunding service provider for business: a new gatekeeper?*”, TROIANO V. (a cura di), “*Temi e problemi di diritto dell’economia*”, in *Riv. Trimestrale di Diritto dell’Economia*, n.3, 2023.

MANFROI A., MIORELLI A., “*Il nuovo servizio di gestione individuale di portafoglio di prestiti*”, in *Dirittobancario.it*, 17 giugno 2021.

MARANGONI M., BANCA D’ITALIA, “*Provvedimento recante disposizioni per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*”, Delibera 584/2016.

MARINELLI F., “*Scienza e storia del diritto civile*”, ed. Laterza, Roma-Bari, 2012.

MARTINO B., “*Le modifiche introdotte dalla normativa Omnibus*”, www.legalfordigital.it, 11 gennaio 2024.

MATTASSOGLIO F., “*Il ruolo centrale assunto dal servizio di valutazione del merito creditizio e di credit scoring nel contesto del marketplace lending*”, in Quaderni FinTech, Consob, luglio 2019.

MINNECI U., “*Investment crowdfunding: tra eccesso regolatorio e questioni aperte*”, in AMMANNATI L., CANEPA A., GRECO G.L., MINNECI U. (a cura di), “*Mercati finanziari e transizione digitale. Una tassonomia*”, Giappichelli Editore, 2025.

MINNECI U., “*Sviluppi normativi in tema di piattaforme di crowdfunding*”, in AMMANNATI L., CANEPA A., (a cura di), “*La finanza nell’età degli algoritmi*”, Giappichelli Editore, 2023.

MOLICK E., “*The dynamics of crowdfunding: An exploratory study*”, in *Journal of Business Venturing*, n. 29, 2014.

MOLONEY N., “*The age of ESMA, Governing EU Financial Markets*”, Hart Publishing, 2018.

MOLONEY N., “*Financial Services and Markets*”, in Baldwin, Cave, Lodge, “*The Oxford Handbook of Regulation*”, 2012.

MONSINI L., “*Tutto quello che c’è da sapere sulle nuove norme: gli aggiornamenti di cui gli operatori e-commerce devono tenere conto, nuovi casi di pratiche sleali, nuove modalità nell’annuncio di riduzione dei prezzi, obblighi e sanzioni*”, www.pagamentidigitali.it, 26 giugno 2023.

ORLANDO P., “*Il fenomeno del crowdfunding: criticità e prospettive future*”, in *Rivista Diritto.it*, 27 ottobre 2021.

PAIS I., PERETTI P., SPINELLI C., “*Crowdfunding. La via collaborativa all’imprenditorialità*”, Egea, 2014.

PAOLONI J., “*Peer to peer lending e innovazione finanziaria*”, in “*Fintech: diritti, concorrenza, regole. Le operazioni di finanziamento tecnologico*”, Zanichelli Editore, 2019.

PARENTI R., “*Sistema europeo di vigilanza finanziaria*”, in *Note sintetiche sull’Unione Europea*, 2021, www.europarl.europa.eu.

PELLEGRINO M., “*L’adeguamento al regolamento UE relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding*”, in *Ius Societario*, iusgiuffre.it, maggio 2023.

PERRONE A., “*Mercato all’ingrosso e regole di comportamento*”, in *Rivista delle Società*, 2010.

PERRONE A., “*Servizi di investimento e tutela dell’investitore*”, in *Banca Borsa e Titolo di Credito*, n. 1, 2019.

PERRONE A., “*Sistema dei controlli e mercato dei capitali*”, in *Riv. soc.*, 2011.

PIATTELLI U., “*Il Crowdfunding in Italia. Una regolamentazione all’avanguardia o un’occasione mancata?*”, G. Giappichelli Editore, 2013.

POLICARO G. A., “*Lo sviluppo in Italia dell’equity crowdfunding. Un fenomeno sempre più regolamentato a fronte di prospettive potenzialmente dirimpenti*”, in *Osservatorio del diritto civile e commerciale*, I, 2019.

POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “*8° report italiano sul crowdinvesting*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2023.

POLITECNICO DI MILANO – DIPARTIMENTO DI INGEGNERIA GESTIONALE, “*10° report italiano sul crowdinvesting*”, in *Osservatori Entrepreneurship & Finance*, luglio 2025.

POLITECNICO DI MILANO, “2° Report italiano sul CrowdInvesting”, Politecnico di Milano - School of Management, 2017.

PURPURA L., “L’evoluzione “fiduciaria” dei doveri di comportamento dell’intermediario nella prestazione dei servizi di investimento alla clientela al dettaglio”, in *Banca borsa tit. cred.*, 2013.

QUARANTA G., “Equity crowdfunding. Uno sguardo al mercato italiano”, in *Diritto ed Economia dell’Impresa*, n. 5, G. Giappichelli Editore, 2018.

QUARANTA G., “Il crowdfunding”, in *Diritto ed Economia dell’Impresa*, n. 4, 2017.

QUATTROCCHIO L. M., “Fintech: the regulatory framework”, in *Diritto ed economia dell’impresa*, 2, 2021.

QUERCI F., “Il crowdfunding e l’innovazione nel finanziamento delle aziende”, in *Rivista Bancaria*, n. 10, 2014.

RESTUCCIA R., “La figura dell’investitore e la graduazione della tutela”, in *Riv. trim. dir. Economia*, 4, 2013.

RIGHINI E., “La disciplina del finanziamento dell’impresa sociale nella normativa italiana”, in *Giurisprudenza commerciale*, n. 6, 2024.

RINDONE A., nell’articolo di B. AMURO, “Crowdfunding: è nato un nuovo mercato unico in Europa!”, 25 novembre 2021.

ROSSI S., “S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società”, in *Riv. Dir. soc.*, 2019.

SANTONI G., “*Osservatorio il diritto bancario del futuro*”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, fasc.1, 1° febbraio 2019.

SARCINELLI M., “*La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*”, in *Moneta e Credito*, vol. 62, nn. 245-248, 2009.

SCIARRONE ALIBRANDI A., MACCHIAVELLO E., “*L’inquadramento giuridico delle attività svolte dai lending marketplace. Linee di fondo*”, in “*Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*”, in *Quaderni FinTech*, Consob, luglio 2019.

SELLA M., “*Social Lending di Smartika: un canale alternativo di credito*”, in *Rivista Microcredito*, 2020.

SHANELID, “*The Complete 2025 Guide to the U.S. Crowdfunding Industry: Market Trends, Platforms, and Regulations*”, 2025.

SICLARI D., “*European capital markets union e ordinamento nazionale*”, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 2016.

SPITZER K.G., SABOL M., “*Sistema europeo di vigilanza finanziaria*”, in *Note tematiche sull’Unione europea*, 2025.

STARTEED, “*Il Crowdfunding in Italia*”, in *Report 2018*.

STARTEED, “*Il Crowdfunding in Italia*”, in *Report 2020*.

TENCALLA M., “*Equity Crowdfunding per tutte le PMI con la Legge di Bilancio 2017: aspetti tributari*”, in *Rivista di Diritto Tributario*, 3 marzo 2017.

THALER R. H., *“Misbehaving. The making of behavioural economics”*, New York, Norton & C., 2016.

URBANI F., *“Rassegna dei principali interventi legislativi, istituzionali e di policy a livello europeo in ambito societario, bancario e dei mercati finanziari”*, in *Rivista delle Società*, 1, 1° febbraio 2021.

VALIANTE D., *“Un parere europeo sul provvedimento ECSP”*, intervista esclusiva su nuovo Regolamento UE sul *crowdfunding*.

VEIL R., *“European capital markets law”*, Oxford and Portland, Oregon, HART PUBLISHING, 2017.

WENZLAFF K., ODOROVIĆ A., RIETHMÜLLER T., WAMBOLD P., *“On the merits of the key investment information sheet in the ECSPR”*, E. MACCHIAVELLO (a cura di), *“Regulation on european crowdfunding service providers for business a commentary”*, Edward Elgar, *Elgar commentaries in financial law*, 2022.

YUAN Y., CHEN L., *“China Crowdfunding Industry Development Research”*, Shang Hai Jiao Tong University Press, 2018.

ZETSCHE D., PREINER C., *“Cross-Border Crowdfunding: Towards a Single Crowdlending and Crowdinvesting Market for Europe”*, *Eur Bus Org Law Rev*, 2018.

ZHAO L., Y. LI, *“Crowdfunding in China: Turmoil of Global Leadership”*, *Advances in crowdfunding*, 12, 2020.

ZHU C.C., HU J., *“Internet Financial Regulation and Law Analysis of China”*, in *Green Finance for Sustainable Global Growth*, 2019.

FONTI RILEVANTI

ABF, Relatore TENELLA SILLANI C., Decisione n. 22802, 15 dicembre 2020.

ABF, Relatore TENELLA SILLANI C., Decisione n. 22804, 15 dicembre 2020.

BANCA D'ITALIA, Delibera n. 584/2016, sez. IX.

BANCA D'ITALIA, *Intermediari finanziari - Il quadro normativo*, Documento aggiornato, Circolare n. 288 del 3 aprile 2015, in www.106tub.eu.

BORSA ITALIANA, *“La disciplina giuridica del social lending”*, in *“P2P Lending”*, settembre 2015.

COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, *“Crowdfunding in the EU Capital Markets Union”*, in SWD(2016) 154 *final*, 3 maggio 2016.

COMMISSIONE EUROPEA, *“Impact Assessment accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council amending Directive 2014/65/EU on markets financial instruments”*, 2018.

COMMISSIONE EUROPEA, *“Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo”*, 8 marzo 2018.

COMMISSIONE EUROPEA, *“Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali”*, 2015.

COMMISSIONE EUROPEA, *“Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council establishing a European Securities and Markets Authority”*, 23 september 2009, COM(2009) 503 *final*, art. 3 (1).

COMMISSIONE EUROPEA, “*Unione dei mercati dei capitali: progressi nella creazione del mercato unico dei capitali per un’Unione economica e monetaria forte*”, 15 marzo 2019.

COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, “*Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea*”, in COM (2014) 172 *final*, 27 marzo 2014.

CONSOB, “*Investor education*”, in Consob.it , 3 agosto 2017.

CONSOB, “*La vigilanza sugli intermediari finanziari*”, in Consob.it.

CONSOB-CNDCEC, “*L’equity-crowdfunding. Analisi sintetica della normativa e aspetti operativi*”, in *Position Papers*, n. 6, 2016.

CONSUMER CREDIT DIRECTIVE (CCD), n. 2008/48.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, “*Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business and Amending Regulation*”, (Eu) n. 2017/1129.

DECRETO LEGGE 18 ottobre 2012, n. 179, “*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*”.

DELIBERA CONSOB, n. 23505 del 9 aprile 2025, “*Sospensione di Rendimento Etico S.r.l., per il periodo di un anno, dalla prestazione del servizio di intermediazione nella concessione di prestiti ai sensi dell’art. 30 par. 2, lett. h), del Regolamento (UE) 2020/1503 del 7 ottobre 2020*”.

DELIBERA N. 1058/2005 del Comitato interministeriale per il credito e risparmio.

DIRETTIVA (UE) 2015/2366 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 25 novembre 2015 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, che modifica le Direttive 2002/65/CE, 2009/110/CE e 2013/36/UE e il Regolamento (UE) n. 1093/2010, e abroga la Direttiva 2007/64/CE.

DIRETTIVA (UE) 2015/849 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO, 20 maggio 2015, relativa alla prevenzione dell'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, che modifica il Regolamento (UE) n. 648/2012 del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la Direttiva 2005/60/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e la Direttiva 2006/70/CE della Commissione.

DIRETTIVA (UE) 2019/2161 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 27 novembre 2019 che modifica la Direttiva 93/13/CEE del Consiglio e le Direttive 98/6/CE, 2005/29/CE e 2011/83/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per una migliore applicazione e una modernizzazione delle norme dell'Unione relative alla protezione dei consumatori.

DIRETTIVA (UE) 2020/1504 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020 che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

DIRETTIVA (UE) 2023/2225 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 18 ottobre 2023 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la direttiva 2008/48/CE.

DIRETTIVA 2004/39/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, che modifica le direttive 85/611/CEE e 93/6/CEE del Consiglio e la Direttiva 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio e che abroga la Direttiva 93/22/CEE del Consiglio.

DIRETTIVA 2007/64/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 13 novembre 2007 relativa ai servizi di pagamento nel mercato interno, recante modifica delle Direttive 97/7/CE, 2002/ 65/CE, 2005/60/CE e 2006/48/CE, che abroga la Direttiva 97/5/CE.

DIRETTIVA 2008/48/CE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 23 aprile 2008 relativa ai contratti di credito ai consumatori e che abroga la Direttiva 87/102/CEE.

DIRETTIVA 2014/17/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 4 febbraio 2014 in merito ai contratti di credito ai consumatori relativi a beni immobili residenziali e recante modifica delle direttive 2008/48/CE e 2013/36/UE e del Regolamento (UE) n. 1093/2010.

DIRETTIVA 2014/65/UE DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 15 maggio 2014 relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la Direttiva 2011/61/UE.

DIRETTIVA 93/13/CEE DEL CONSIGLIO del 5 aprile 1993 concernente le clausole abusive nei contratti stipulati con i consumatori.

Documento della Camera dei deputati – Ufficio Rapporti con l’Unione europea, “*Il Sistema europeo di vigilanza finanziaria e l’Unione bancaria*”, 19 dicembre 2023.

EUR-LEX, “*Proteggere i consumatori dalle clausole abusive nei contratti*”, in *Summaries of EU Legislation*, 10 marzo 2020.

EUROPEAN COMMISSION - VALUE ADDED TAX COMMITTEE, “*VAT Treatment of Crowdfunding, Working Paper No. 836*”, 2015.

EUROPEAN COMMISSION, “*Action Plan on Building a Capital Markets Union*”, COM(2015) 468 *final*, Bruxelles, 30 settembre 2015.

EUROPEAN COMMISSION, *Inception impact assessment, “Legislative proposal for an EU framework on crowd and peer to peer finance”*, 30 ottobre 2017.

GRANDVIEW RESEARCH, *U.S. Crowdfunding Market Highlights – Market analysis Report*, 2024.

Libro Verde, “*Costruire un’Unione dei mercati dei capitali*”, [COM (2015) 63final], Bruxelles, 18 febbraio 2015.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, “*RESTART ITALIA! Perché dobbiamo ripartire dai giovani, dall’innovazione e dalla nuova impresa*”, Rapporto della Task Force sulle *start-up* istituita dal Ministero dello sviluppo Economico, 10 settembre 2012.

Osservatorio innovazione digitale nelle PMI, “*Innovazione digitale nelle PMI: uno, nessuno... Ecosistema!*”, giugno 2022.

PARLAMENTO E CONSIGLIO EUROPEO, “*Proposal for a regulation of the european parliament and of the council on european Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*”, Bruxelles, 8 marzo 2018, COM (2018) 113 *final*, 2018/0048 (COD).

PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la Direttiva 2000/31/CE, 15 dicembre 2020.

PROPOSTA DI REGOLAMENTO DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO relativo a un mercato unico dei servizi digitali (legge sui servizi digitali) e che modifica la

direttiva 2000/31/CE, Bruxelles, 15 dicembre 2020 COM (2020) 825 *final*, 2020/0361 (COD).

Protocollo d'intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di *crowdfunding* del 19 giugno 2023.

REGOLAMENTO (UE) 2017/2394 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 12 dicembre 2017 sulla cooperazione tra le autorità nazionali responsabili dell'esecuzione della normativa che tutela i consumatori e che abroga il regolamento (CE) n. 2006/2004.

REGOLAMENTO (UE) 2020/1503 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese.

REGOLAMENTO (UE) 1286/2014 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 26 novembre 2014 relativo ai documenti contenenti le informazioni chiave per i prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati.

REGOLAMENTO (UE) 2022/2065 DEL PARLAMENTO EUROPEO E DEL CONSIGLIO del 19 ottobre 2022 relativo a un mercato unico dei servizi digitali e che modifica la direttiva 2000/31/CE.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/1988 DELLA COMMISSIONE del 12 luglio 2022 che estende il periodo transitorio per continuare a fornire servizi di *crowdfunding* conformemente al diritto nazionale di cui all'articolo 48, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/1988 DELLA COMMISSIONE del 12 luglio 2022 che estende il periodo transitorio per continuare a fornire servizi di *crowdfunding* conformemente al diritto nazionale di cui all'articolo 48, paragrafo 1, del regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2117 DELLA COMMISSIONE del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i requisiti, i formati standard e le procedure per il trattamento dei reclami.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2118 DELLA COMMISSIONE del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulla gestione individuale di portafogli di prestiti da parte di fornitori di servizi di *crowdfunding*, specificando gli elementi del metodo di valutazione del rischio di credito, le informazioni su ciascun portafoglio individuale da comunicare agli investitori e le politiche e le procedure richieste in relazione ai fondi a copertura dei rischi.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2112 DELLA COMMISSIONE del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano i requisiti e le modalità per la domanda di autorizzazione come fornitore di servizi di *crowdfunding*.

REGOLAMENTO DELEGATO (UE) 2022/2116 DELLA COMMISSIONE del 13 luglio 2022 che integra il regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione che specificano le misure e le procedure del piano di continuità operativa dei fornitori di servizi di *crowdfunding*.

Relazione sull'atto sui servizi digitali e le questioni sollevate in materia di diritti fondamentali (2020/2022(INI)), Commissione per le libertà civili, la giustizia e gli affari interni, Relatore: Kris Peeters, 1° ottobre 2020.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, 302 lett. a), USA- PUBLIC LAW 112–106—APR. 5, 2012.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, 304, USA- PUBLIC LAW 112–106—APR. 5, 2012.

SECURITIES EXCHANGE COMMISSION, *Releases* No. 33-10332 (Mar. 31, 2017) [82 Fed. Reg. 17545 (Apr. 12, 2017)] and No. 33-11098 (Sep. 9, 2022) [87 Fed. Reg. 57394 (Sept. 20, 2022)].

SITOGRAFIA

www.acpr.banque-france.fr

www.agendadigitale.eu

www.amf-france.org

www.arbitrobancariofinanziario.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.blog.smartika.it

www.cnmv.es

www.commissione.europa.eu

www.consob.it

www.crowd-funding.cloud.it

www.dirittobancario.it

www.eba.europa.eu

www.ec.europa.eu

www.eiopa.europa.eu

www.esrb.europa.eu

www.esma.europa.eu

www.eurlex.europa.eu

www.euroconsumatori.eu

www.europarl.europa.eu

www.indiegogo.com

www.italiancrowdfunding.it

www.kickstarter.com

www.mimit.gov.it

www.mise.gov.it

www.opyn.eu

www.prestiamoci.it

www.recrowd.com

www.registroimprese.it

www.sec.gov.it

www.starteed.com