

# Sviluppi normativi in tema di piattaforme di crowdfunding

Ugo Minneci\*

SOMMARIO: 1. Innovazione tecnologica e nuove regole: il caso del crowdfunding. – 2. La via italiana. – 3. Il Regolamento eurounitario 2020/1503 e la sua imminente recezione nel nostro ordinamento. – 4. Esigenze di razionalizzazione della disciplina in materia e attualità di prospettive *de iure condendo*.

## 1. Innovazione tecnologica e nuove regole: il caso del crowdfunding

È noto che il nostro legislatore ha individuato nelle piattaforme di crowdfunding uno strumento per consentire anche alle PMI (costituite nella forma tanto di s.p.a. quanto di s.r.l.) l'accesso al pubblico risparmio per la raccolta di capitale di rischio e/o di debito, in modo da allentare la dipendenza delle stesse dal canale bancario.

È altrettanto noto che, per portare avanti il suddetto disegno normativo, si è rivelato necessario operare su due tavoli: da un lato quello proprio del diritto societario, trattandosi ad esempio di “aprire” al c.d. risparmio anonimo un tipo di struttura societaria, la s.r.l., pensato dal legislatore della riforma come società chiusa (o a compagine sociale ristretta); dall'altro lato, quello del diritto dei mercati finanziari, occorrendo prevedere in favore dei sottoscrittori dei titoli di equity o di debito collocati tramite portali on line strumenti di tutela (*rectius*, presidi organizzativi e/o regole di condotta) adeguati, ma al tempo stesso più leggeri rispetto a quelli previsti dal t.u.f. per gli emittenti quotati e come tali troppo gravosi per imprese di dimensioni più ridotte.

Tra i primi a muoversi nel tentativo – peraltro non completamente riuscito – di offrire una idonea cornice normativa alla materia, il regolatore italiano ha dovuto proprio recentemente cedere il passo all'iniziativa del legislatore unionale, che ha inteso delineare, con il Regolamento 2020/1503, una disciplina unitaria per i fornitori europei di servizi di crowdfunding.

---

\* Professore di Diritto commerciale presso l'Università degli Studi di Milano.

Invero, risale proprio a dicembre 2022 l'approvazione da parte del Governo italiano dello schema di decreto legislativo recante l'attuazione del regolamento in questione. Occorrerà pertanto comprendere in che misura la ricezione della disciplina europea verrà a incidere sull'impianto normativo in essere nel nostro Paese; in pari tempo, si tratterà pure di verificare se il Regolamento 2020/1503 consenta di ritenere sostanzialmente chiusa la partita regolatoria del crowdfunding oppure se siano destinati a permanere spazi di ambiguità o comunque di incertezza, tali da sollecitare ulteriori ritocchi e/o integrazioni di carattere normativo.

## 2. La via italiana

Per rispondere al primo interrogativo, basterà qui ricordare che, con il plesso disciplinare costituito dagli artt. 2, comma 5-*novies*, 50-*quinquies* e 100-*ter* t.u.f., (nonché dal regolamento CONSOB sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on line* adottato con la delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successive modifiche), il regolatore italiano aveva consentito alle PMI (s.p.a. o s.r.l.), avvalendosi di piattaforme digitali gestite da soggetti terzi<sup>1</sup>, dapprima di collocare direttamente presso il pubblico dei risparmiatori unità di partecipazione al proprio capitale di rischio (azioni o quote)<sup>2</sup>; *successivamente*, – modificando il

---

<sup>1</sup> Come desumibile dall'art. 50-*quinquies* t.u.f., quella dei gestori di portali *on line* è comunque attività riservata, fermo restando che la norma distingueva tra operatori *di diritto* (tra cui banche e imprese di investimento) o *autorizzati*. Questi ultimi hanno costituito una nuova categoria di intermediari, di per sé tenuti a iscriversi in un apposito Registro presso la Consob, e sottoposti alla vigilanza continuativa della stessa. Tra i contenuti salienti del regime nazionale introdotto per i c.d. gestori autorizzati preme segnalare *a*) la previsione di determinati requisiti di onorabilità per i soggetti che detengono il controllo, nonché di onorabilità e professionalità per quelli preposti alle funzioni di amministrazione, direzione e controllo (artt. 8 e 9 Reg. Consob); *b*) l'obbligo di aderire a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o di stipulare un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca agli utenti un livello di protezione equivalente (art. 50-*quinquies*, comma 3, t.u.f. e art. 7-*bis* Reg. Consob); *c*) l'obbligo di elaborare una rigorosa *policy* in materia di conflitti di interessi (art. 13 Reg. Consob). Per una prima valutazione della versione vigente del Regolamento Consob., v. A. PORTOLANO, *Le modifiche alla normativa in materia di equity crowdfunding*, in *www.dirittobancario.it*. Quanto ai gestori *di diritto*, essi venivano assoggettati – oltre alla normativa loro propria – anche alle regole speciali dettate per l'offerta di capitale di rischio tramite portali *on line*. In particolare, si erano previsti obblighi di monitoraggio con riguardo alla soglia massima della sollecitazione e alla avvenuta sottoscrizione di una certa aliquota di capitale ad opera di investitori professionali; gli obblighi di verifica della previsione di determinati contenuti statutari da parte degli emittenti; gli obblighi di disclosure di certi elementi dell'offerta; gli obblighi in tema di *whistleblowing*.

<sup>2</sup> Quella che per le s.r.l. ha costituito una novità dirompente era stata peraltro anticipata da alcuni interventi mirati. Invero, originariamente circoscritta alle c.d. start-up innovative (cfr. decreto "Crescita bis" n. 179/2012, convertito in l. n. 212/2012 che ha determinato l'inserimento del capo III-*quater* e dell'art. 50-*bis* nel t.u.f.), la possibilità di sollecitare il pubblico rispar-

comma 5-*novies* dell'art. 1 e aggiungendo il comma 1-*ter* nel corpo dell'art. 100-*ter* – di emettere pure “obbligazioni o strumenti finanziari di debito, sia pure *nel rispetto dei limiti del codice civile* e sempre che destinatari della relativa offerta fossero esclusivamente investitori professionali o ulteriori categorie di investitori individuate dalla Consob<sup>3</sup>.”

---

mio tramite offerta su portale era stata poi estesa alle PMI innovative (decreto “Crescita 3.0” n. 3/2015 convertito in legge n. 33/2015). La sequenza di aggiustamenti normativi in esame è stata definita da N. ABRIANI (*La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, p. 505 ss., spec. p. 509) come una rivoluzione (fonte di manipolazioni genetiche del tipo) che, nel passare attraverso la finestra della innovazione, ha confermato la natura artificiale della società a responsabilità limitata, la sua natura cangiante di strumento *bon à tout faire*, fissando l'approdo della singolare parabola normativa della stessa «i) da “piccola società per azioni senza azioni” (nel codice dl 1942) a ii) società che, dopo la riforma del 2003, in quanto imperativamente chiusa nella struttura finanziaria, si stagliava come la più duttile tra le forme giuridiche dotate di personalità giuridica (al punto da avvicinarsi a una società di persone a responsabilità limitata) sino iii) all'attuale scenario normativo, caratterizzato dalla compresenza di una perdurante autonomia statutaria e di una inedita possibilità di ricorso al mercato dei capitali di rischio, estesa anche al di fuori del settore innovativo, mediante la sollecitazione all'investimento di quote serializzate sussunte nella nozione di valore mobiliare». Per gli antecedenti normativi relativi alle start-up e alle PMI innovative, cfr. P. BENAZZO, voce *Start-up e PMI innovative*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Agg. \*\*\*\*\*, Torino, 2017, p. 467 ss.; mentre con riguardo alle ricadute sistematiche sul tipo correlate alla apertura al mercato dei capitali delle s.r.l. che siano anche PMI, v. M. CIAN, *S.r.l. P.M.I., s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema* in *Riv. soc.*, 2018, p. 818 ss.; O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alla s.r.l. P.M.I.*, in *Nuovo dir. soc.*, 2018, p. 915 ss.; O. CAGNASSO, *La s.r.l. piccola e media impresa*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, I, Giuffrè, Milano, 2020, 87 ss.; nonché il lavoro monografico di S. CORSO, *Le s.r.l. “aperte” al mercato tra governance societaria e diritti degli investitori*, Giuffrè, Milano, 2021.

<sup>3</sup>Per quanto di conio relativamente recente, la normativa in tema di *equity* e *lending crowdfunding* ha già formato oggetto di numerosi interventi da parte della dottrina. In particolare cfr. L. ENRIQUES, *La disciplina italiana uccide il crowdfunding nella culla*, in AA.VV., *Aspetti giuridici del crowdfunding*, a cura di G. MOSCO, **Editore??, Città??**, s.d.; A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contr. impr.*, 2014, p. 519 ss.; M. VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. soc.*, 2014, 371 ss.; A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2014, p. 699 ss.; V. SANTORO, E. TONELLI, *Equity crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. dir. banc.*, 2014, p. 1 ss.; M.L. PASSADOR, *Crowdfunding: tra profili di adeguatezza ed appropriatezza e profili di applicabilità all'aumento di capitale*, in *Banca impresa soc.*, 2015, p. 287; E. FREGONARA, *L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative*, in *Giur. it.*, 2016, p. 2287 ss.; R. CARATOZZOLO, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, in AA.VV., *Fintech – Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi di finanziari*, a cura di M.T. PARACAMPO, II, Giappichelli, Torino, 2019, p. 147 ss.; N. DE LUCA, S. FURNARI, A. GENTILE, voce *Equity crowdfunding*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, Agg., Torino, 2017, p. 159 ss.; E. MACCHIAVELLO, *La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia*, in *Riv. dir. banc.*, 2018, p. 1 ss.; E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, I, 2018, p. 63 ss.; U. MINNECI, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2019, p. 509 ss.; M. LAMANDINI, D. RAMOS MUNOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding nella prospettiva dell'emittente e del diritto societa-*

Dal canto suo, l'Autorità di settore, aggiornando il Regolamento Crowdfunding, aveva ammesso la possibilità di rivolgere l'offerta anche a investitori non professionali che rispettivamente *i*) si trovassero ad usufruire del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti; *ii*) fossero titolari di un portafoglio di strumenti finanziari di oltre Euro duecentocinquantamila; *iii*) avessero assunto l'impegno scritto di investire almeno euro 100.000,00 in una offerta *on line*, previa conferma di essere consapevoli dei rischi correlati<sup>4</sup>.

Riguardata nel suo complesso, la suddetta disciplina se da un lato veniva a colpire per il coraggio di alcune scelte (come quella relativa alla deroga del divieto di proporre al pubblico la sottoscrizione di quote, divieto sino ad allora riconosciuto come elemento identificativo e irrinunciabile del tipo s.r.l.), dall'altro lato non mancava di suscitare serie perplessità (specie con riferimento alla previsione di assoggettare l'offerta in sottoscrizione di azioni o quote a un regime più liberale di quello previsto per il collocamento dei titoli di debito, ovvero di titoli tradizionalmente considerati meno pericolosi di un investimento in capitale di rischio).

D'altro canto, non lasciava del tutto soddisfatti – quanto meno sotto il profilo della coerenza dei criteri identificativi – neppure l'individuazione delle ulteriori figure di investitori suscettibili (unitamente a quelli c.d. professionali) di rientrare nella cerchia dei potenziali destinatari dell'offerta di strumenti di debito tramite crowdfunding.

A suscitare riserve era anzitutto la soluzione di equiparare al risparmiatore retail che si sia affidato a un gestore di portafogli quello che agisca dietro una raccomandazione prestata nel quadro di un servizio di consulenza: non apparendo fuori luogo obiettare che nel primo caso è l'intermediario a condurre direttamente l'operatività, mentre nell'altro l'adeguatezza dell'investimento potrebbe dipendere dal conformarsi dell'investitore ad ulteriori suggerimenti (*rec-*

---

*rio: verso il sub-tipo emittente digitali*, in *Fintech: diritti, concorrenza, regole*, a cura di G. FINOCCHIARO e V. FALCE, Zanichelli, Bologna, 2019, p. 255 ss.; G. BALP, *P2P lending e invoice lending*, in *Diritto del fintech*, a cura di M. CIAN e C. SANDEI, Wolters Kluwer-Cedam, Milano, 2020, p. 303 ss.; N. CIOCCA, *I portali per il crowdfunding*, in *Diritto del fintech*, cit., p. 243 ss.; U. MINNECI, *L'informazione ai fruitori dei servizi*, in *Diritto del fintech*, cit., p. 73 ss.; V. DE STASIO, *Il crowdfunding*, in *Il Testo unico Finanziario*, a cura di M. CERA e G. PRESTI, cit., II, p. 2325 ss. Da ultimo, sulle varie declinazioni del crowdfunding va segnalato l'ampio lavoro monografico di A. RENDA, *Donation-based crowdfunding: raccolte fondi oblativo e donazioni di scopo*, Giuffrè-Francis Lefebvre, Milano, 2021.

<sup>4</sup>Più chiaramente, a mente dell'art. 24, comma 2-*quater* del Regolamento Crowdfunding, l'offerta *on line* di titoli di debito può essere rivolta anche nei confronti di *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 a investire almeno centomila euro in un'offerta, nonché dichiarino per iscritto, in documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento stesso; *c*) investitori professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

*tius* a una strategia più complessa), senza che vi sia alcuna garanzia che ciò effettivamente avvenga.

Del pari, faticava a convincere anche l'idea di attribuire peso a circostanze quali l'esistenza di un portafoglio titoli di un certo controvalore o l'assunzione dell'impegno a investire almeno 100.000,00 euro in una offerta tramite portale: al di là della prevedibile sporadicità delle situazioni ipotizzate, affiorando un certo imbarazzo di fronte alla prospettiva di considerare la disponibilità di un certo ammontare di risorse come un surrogato della competenza (o meglio della capacità dell'investitore di cavarsela da solo).

### 3. Il Regolamento eurounitario 2020/1503 e la sua imminente recezione nel nostro ordinamento

Dato atto del contesto normativo interno, occorre verificare quale incidenza su di esso verrà ad esercitare il Regolamento 2020/1503, che ha – come noto – inteso dettare una disciplina *ad hoc* avente, quale referente immediato, la prestazione transfrontaliera di servizi di crowdfunding, ma, a tendere (previo decorso di un periodo transitorio), anche l'offerta dei medesimi a livello esclusivamente nazionale<sup>5</sup>.

Fermo restando che l'obiettivo avuto di mira dal legislatore unionale risulta quello di favorire l'accesso delle imprese, e in particolare delle PMI, al risparmio anonimo attraverso la creazione a livello europeo di un mercato dei servizi di crowdfunding<sup>6</sup>, è opportuno fin da subito segnalare che il Regolamento 2020/1503

---

<sup>5</sup>Come precisa S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, I, 2021, p. 267 ss., spec. p. 269, «a differenza dell'approccio inizialmente assunto dal legislatore europeo nella precedente proposta di regolamento, che lasciava ai gestori dei portali la scelta tra il mantenimento di 'un'operatività locale secondo il regime nazionale oppure la richiesta del passaporto unico europeo, l'attuale regolamento prevede che la disciplina europea si applichi, in luogo delle norme nazionali, alle tipologie di servizi di *crowdfunding* in esso disciplinate, allo scadere del regime transitorio». Il superamento della logica del doppio binario risulta certificato dai considerando 76 e 77, nonché dall'art. 48 del Regolamento in esame.

<sup>6</sup>Sulle finalità dell'intervento del legislatore unionale si rivela illuminante il considerando 10 nella misura in cui rileva che «la prestazione di servizi di crowdfunding mira a facilitare il finanziamento di un progetto raccogliendo capitali da un gran numero di persone ciascuna delle quali contribuisce con importi di investimento relativamente modesti tramite una piattaforma di informazione collocata su internet e accessibile al pubblico. I servizi di crowdfunding sono pertanto aperti a un gruppo illimitato di investitori che ricevono proposte di investimento contemporaneamente e comportano la raccolta di fondi principalmente da persone fisiche, compresi gli individui che non hanno un alto patrimonio netto. Il presente regolamento dovrebbe applicarsi ai servizi di crowdfunding che consistono nella prestazione congiunta di servizi di ricezione e trasmissione degli ordini ai clienti e nel collocamento dei valori mobiliari o degli strumenti ammessi ai fini di crowdfunding non sulla base di un impegno irrevocabile su una piattaforma pubblica che fornisce un accesso illimitato agli investitori».

segue traiettorie non sempre coincidenti con quelle che caratterizzano la nostra normativa interna.

Certo, la scelta di sottoporre a riserva (e dunque a un regime di previa autorizzazione e successiva vigilanza) l'offerta dei servizi di crowdfunding (art. 12 ss.) appare in sintonia con la soluzione italiana. Cionondimeno, costituisce un indubbio salto di qualità il più sviluppato *corpus* di regole di tipo organizzativo (art. 11) e di condotta (artt. 3 ss.) che il Regolamento prevede in capo ai gestori delle piattaforme *on line*. Viene infatti a delinarsi lo statuto di una ulteriore figura professionale, di per sé concettualmente equiparabile – anche se indubitabilmente più *soft* – a quello dei soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento, con l'effetto di ritagliare, in un contesto sorto con l'ambizione di presentarsi disintermediato, tipologie di intermediari, magari diverse dal passato, ma pur sempre tali.

Quanto al regime della sollecitazione, la disciplina europea non distingue tra strumenti di *equity* e di *debt*, ma, per il tramite della categoria più ampia (ovvero del concetto di genere) «valori mobiliari»<sup>7</sup>, l'offerta degli uni e degli altri viene (almeno in linea di principio) regolata unitariamente: e ciò, in particolare, in re-

---

<sup>7</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. *a*) del Regolamento, per servizio di crowdfunding deve intendersi 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 e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding. Ora, se può sorgere qualche dubbio con riguardo alla attitudine della formula «valori mobiliari e strumenti ammessi ai fini di crowdfunding» ad includere le quote serializzate emesse da s.r.l. – PMI (ma per una lettura estensiva v. S. CORSO, *Il regolamento europeo*, cit., p. 276 ss., peraltro valorizzando la definizione di «strumenti ammessi ai fini di crowdfunding» di cui all'art. 2, comma 1, lett. *m*) del Regolamento medesimo e pertanto senza prendere posizione sulla complessa tematica relativa alla possibilità di qualificare le partecipazioni in discorso come valori mobiliari: su tale dibattito v. E. CUSA, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 675 ss.; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, p. 632 ss.; M. SCIUTO, *Le quote di partecipazione*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA e G. MARASÀ, cit., I, p. 2020 ss.; S. PATRIARCA, *Prodotti e strumenti finanziari. Il Testo unico Finanziario*, a cura di M. CERA e G. PRESTI, cit., I, p. 79 ss.), non si vedono per contro difficoltà a ricondurre nell'alveo della stessa gli strumenti emessi ex art. 2483. In altri termini, anche alla luce della nozione di valori mobiliari fissata dall'art. 1, comma 1-bis t.u.f. (peraltro corrispondente a quella delineata dall'art. 4, par. 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE) e tenuto pure conto della normale destinazione degli stessi alla negoziazione nei mercati di capitali, se non addirittura all'interno di sistemi di scambi organizzati, vi è ragione di ritenere che i titoli di debito rilasciati dalle s.r.l. ben possano assumere la veste di valori mobiliari. Naturalmente, altro tema è se (lavorando tra le pieghe del Regolamento: cfr. considerando 14) la portata della disciplina unionale possa essere in qualche modo ristretta dai limiti sanciti dall'art. 2483, come quello che impone di rivolgere l'offerta in sottoscrizione ai soli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale. Fermo restando che si tratta di questione estremamente aperta, si può però fin da ora segnalare che un'eventuale risposta affermativa finirebbe per deviare dalle scelte di fondo adottate nel Regolamento, isolando l'ordinamento interno e penalizzando le PMI del nostro Paese.

lazione alla platea dei potenziali sottoscrittori, da stimare di per sé allargata ai comuni investitori con riguardo a *entrambe* le tipologie di titoli.

Rispetto alle imprese emittenti (definite anche titolari del progetto), l'idea di perseguire un alleggerimento degli oneri di disciplina (e dei correlativi costi di compliance) viene realizzato, stabilendo per l'ammontare dell'offerta degli strumenti offerti in sottoscrizione il tetto massimo di euro 5.000.000,00, in modo da potersi avvalere della esenzione dall'obbligo di prospetto e limitarsi a redigere – in sostituzione di quest'ultimo – la ben più stringata Scheda informativa<sup>8</sup>.

Un regime di favore viene dettato anche per i gestori dei portali, come desumibile dalla previsione della esenzione dalle regole di condotta previste dalla normativa MiFID 2 a carico degli intermediari che prestano servizi di investimento<sup>9</sup>.

Dal canto suo, la necessità di proteggere gli investitori più vulnerabili (quelli cioè definiti non sofisticati) è stata perseguita *i)* prevedendo obblighi informativi a carico sia delle imprese emittenti (con riguardo alla redazione della scheda informativa), che dei gestori del portale (tenuti a fornire informazioni chiare sull'investimento ai potenziali investitori, nonché ad adottare procedure adeguate per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento)<sup>10</sup>; *ii)* imponendo a quest'ultimi di sottoporre gli aspiranti sottoscrittori al *test* di appropriatezza<sup>11</sup>; *iii)* introducendo limiti quantitativi per gli investimenti dei singoli risparmiatori<sup>12</sup>; *iv)* riconoscendo all'investitore retail uno *ius poenitendi*

---

<sup>8</sup> Il riferimento è all'art. 1, comma 2, lett. *c)* del Regolamento, che esclude l'applicabilità del medesimo alle offerte di crowdfunding superiore a un importo di euro 5.000.000.

<sup>9</sup> Viene in rilievo il considerando 75, in virtù del quale «la data di applicazione del presente regolamento dovrebbe essere rinviata per allinearla con la data di applicazione delle norme nazionali che recepiscono la direttiva (UE) 2020/1504 ... che esclude dall'applicazione della direttiva 2014/65/UE i fornitori di servizi di crowdfunding che rientrano nell'ambito del presente Regolamento». Non vi è dubbio che la normativa MiFID 2 abbia costituito un convitato di pietra anche in sede di redazione del Regolamento. Di fronte alle strettoie poste da tale disciplina, il legislatore unionale ha in taluni casi valorizzato gli spazi di manovra lasciati dalla stessa; in altri, ha preso atto della inapplicabilità della medesima; in altri ancora si è adeguato ai suoi dettami (precludendo ad esempio ai gestori di piattaforme di crowdfunding privi della apposita autorizzazione ai sensi della MiFID 2 di gestire una sede di negoziazione qualificabile come sistema di scambi organizzato, in quanto integrante un servizio di investimento costituente attività riservata).

<sup>10</sup> È l'art. 23, comma 2 del Regolamento ad imporre agli emittenti di redigere una Scheda informativa il cui contenuto è almeno in parte predeterminato dai successivi commi del medesimo articolo. A sua volta, l'art. 19, comma 1, sancisce il principio di chiarezza delle informazioni fornite dai gestori di piattaforme, mentre l'art. 23, comma 11, obbliga quest'ultimi ad applicare procedure adeguate per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza dei contenuti inseriti nella Scheda recante le informazioni chiave sull'investimento.

<sup>11</sup> Cfr. art. 21, comma 1 del Regolamento, il quale prevede che prima di dare ai potenziali investitori non sofisticati accesso per investire nei progetti di crowdfunding sulla loro piattaforma di crowdfunding, i fornitori di servizi di crowdfunding valutano se i servizi di crowdfunding da loro offerti, e quali di essi, siano appropriati ai potenziali investitori non sofisticati.

<sup>12</sup> Cfr. art. 21, comma 7 del Regolamento, in virtù del quale viene sottoposto a cautele aggiun-

esercitabile nel termine di sette giorni dall'avvenuta sottoscrizione<sup>13</sup>.

Da ultimo, pur nella consapevolezza dell'importanza della esistenza di un mercato secondario come fattore di promozione dei valori mobiliari da collocare a mezzo della tecnica del crowdfunding<sup>14</sup>, il legislatore europeo ha tenuto in punto un atteggiamento cauto. Più chiaramente, la possibilità di organizzare circuiti per gli scambi successivi è stata riservata solo agli operatori del settore in possesso della autorizzazione, richiesta dalla normativa MiFID 2, per l'attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione; mentre agli altri si è unicamente concessa la facoltà di attivare bacheche elettroniche ovvero siti idonei ad accogliere manifestazioni di interesse di acquisto o di vendita, ma privi della infrastruttura occorrente per dar luogo all'abbinamento delle stesse e conseguentemente al perfezionamento, nonché successivo regolamento, dei relativi contratti<sup>15</sup>.

Ora, come già accennato, proprio nel dicembre scorso, il Governo italiano ha approvato lo schema di decreto legislativo attuativo del Regolamento in esame. Da segnalare che, oltre alla istituzione del passaporto unico europeo per i fornitori di servizi di crowdfunding e alla ripartizione delle funzioni di autorizzazione e vigilanza tra Banca d'Italia e Consob, si ha la riscrittura dell'art. 100-ter t.u.f. con correlativa omogeneizzazione della disciplina dettata per l'offerta in sottoscrizione di unità di partecipazione al capitale di rischio e titoli di debito (e conseguente superamento del doppio regime), nonché l'introduzione dell'obbligo per i provider dei relativi servizi di rendere disponibile ai potenziali investitori una scheda (dal format standardizzato in modo da favorirne la confrontabilità) contenente le informazioni chiave sull'investimento redatta dal responsabile del progetto, con previsione di una responsabilità a carico dei medesimi per le informazioni comunicate, sia pure nei limiti della regola sancita dall'art. 23, comma 11 del Regolamento, in virtù della quale i fornitori di servizi di crowdfunding sono chiamati a porre in essere e ad applicare procedure adeguate per valutare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda contenente le informazioni chiave dell'investimento. Non ci si può infine esimere dal notare che il testo licenziato dal Governo ha eliminato il

---

tive l'investimento di un operatore non sofisticato che sia di ammontare superiore all'importo più elevato tra euro 1.000,00 o il 5% del patrimonio netto del medesimo.

<sup>13</sup> Cfr. art. 22, comma 2 del Regolamento, laddove sancisce che il fornitore di servizi di crowdfunding prevede un periodo di riflessione precontrattuale durante il quale il potenziale investitore non sofisticato può revocare in qualsiasi momento la sua offerta di investire o la sua manifestazione di interesse per l'offerta di crowdfunding senza fornire alcuna motivazione e senza incorrere in alcuna penalità.

<sup>14</sup> Cfr. considerando 55 del Regolamento.

<sup>15</sup> Al riguardo, viene in rilievo l'art. 55 del Regolamento, il quale prevede che i fornitori di servizi di crowdfunding (privi di autorizzazione a svolgere attività di gestione di sistemi di scambi organizzati) possono allestire una bacheca elettronica sulla quale permettere ai propri clienti di pubblicizzare l'interesse per l'acquisto e la vendita di valori mobiliari o di strumenti ammessi ai fini di crowdfunding inizialmente offerti sulle loro piattaforme, fermo restando che all'interno dei suddetti circuiti non potrà essere consentito il perfezionamento dei relativi contratti.

riferimento alle PMI, così allargando sotto il profilo soggettivo il perimetro delle imprese (ad esempio le c.d. s.r.l. grandi) abilitate a usufruire dell'appello al pubblico risparmio tramite crowdfunding.

#### 4. Esigenze di razionalizzazione della disciplina in materia e attualità di prospettive *de iure condendo*

Purtroppo, neppure con l'intervento del legislatore unionale si è pervenuti a una sintesi equilibrata dei vari interessi in gioco in grado di stabilizzare il quadro normativo della materia. A ben vedere, si ha l'impressione che manchi una visione complessiva delle implicazioni collegate al fenomeno del crowdfunding.

In effetti, una volta consentita la possibilità di sollecitare il pubblico risparmio mediante tale tecnica, si rivela poi contraddittorio non adoperarsi per la formazione di un reale mercato secondario in modo da assicurare la liquidità dell'investimento realizzato: permettendo, ad esempio, di avvalersi degli stessi portali *on line*, oltre che per l'offerta, pure per la successiva negoziazione degli strumenti emessi, in modo da offrire un agevole *exit* al sottoscrittore che intenda per una ragione o per l'altra disinvestire.

Al contempo, appare un ritorno al passato l'adozione in favore degli investitori di un modello di tutela essenzialmente basato sulla trasparenza (*rectius* sulla statuizione di specifici doveri di *disclosure*), anziché sulla verifica della adeguatezza dell'investimento ovvero sulla coerenza e/o plausibilità dello stesso rispetto al profilo ascrivibile al risparmiatore retail<sup>16</sup>.

A ben vedere, l'esigenza di offrire ai sottoscrittori *retail* una protezione idonea appare ancora insoddisfatta. La stessa previsione di limiti quantitativi per l'opera-

---

<sup>16</sup> È appena il caso di aggiungere che un simile approccio trovava il proprio antecedente culturale in quelle concezioni c.d. *ordo-liberali*, che individuando nelle situazioni di asimmetria informativa un'ipotesi di *market failure*, identificano l'antidoto appropriato nella previsione, con riferimento alla operazione da realizzare, di una pluralità di obblighi di trasparenza a carico del contraente esperto e in favore del soggetto profano, in modo da consentire a quest'ultimo di prestare un consenso consapevole: il tutto, naturalmente, muovendo dal presupposto dell'agire razionale del singolo operatore, una volta sorretto da tutti gli elementi necessari per valutare la convenienza di un determinato affare. Solo che sembrava potersi considerarsi il frutto di una stagione ormai archiviata (quella cioè delle direttive 2003/71/CE, 22/93/CEE e 2003/6/CE rispettivamente in tema di prospetto, servizi di investimento e abusi di mercato) il pensiero che in un mercato competitivo si potrebbero vendere anche uova marce, purché si dica al consumatore che sono tali; ovvero il convincimento di poter superare gli squilibri indotti dalla disparità di accesso alle informazioni attraverso la previsione di una serie di doveri di *disclosure* nei confronti dell'investitore comune. Vero è infatti che l'impianto normativo risultante dapprima dalla MiDIF e poi dalla MiFID 2 appare riflettere con chiarezza il passaggio alla differente impostazione secondo cui, per risultare efficiente, la tutela del risparmiatore *retail* non possa limitarsi alla comunicazione in suo favore di determinati contenuti informativi ma richieda di verificare la *qualità* (*rectius* coerenza) dell'operazione rispetto al profilo + del medesimo.

tività dell'investitore non sofisticato, pur costituendo una idea in sé apprezzabile finisce per sbiadire quanto a incisività, nella misura in cui dal superamento della soglia individuale si è fatta scaturire non l'impossibilità di compiere l'operazione richiesta, ma più semplicemente la necessità per il gestore della piattaforma di acquisire un rinnovato consenso espresso da parte dell'aspirante sottoscrittore<sup>17</sup>.

D'altro canto, se è corretto assumere che la necessità di proteggere gli investitori comuni non possa andare disgiunta dall'esigenza di contenere i costi delle relative misure in modo da evitare che i soggetti emittenti siano disincentivati dall'utilizzo di tale forma di finanziamento, è altrettanto incontestabile che occorra impegnarsi per non cadere nell'errore opposto di creare un ambiente (non accogliente, ma) ostile per i risparmiatori<sup>18</sup>.

Sul punto, occorrerebbe forse lavorare con maggiore fantasia, senza farsi scudo dietro vecchi paradigmi di tutela, come per l'appunto quelli incentrati sui doveri di *disclosure*, in relazione alla cui efficacia, anche in esito alla crisi finanziaria del 2008, appare lecito sollevare fortissime perplessità<sup>19</sup>.

Una soluzione potrebbe essere quella di insistere sull'idea di limitare l'operatività del singolo risparmiatore sotto il profilo quantitativo, prevedendo un vero e proprio divieto di destinare risorse oltre una certa soglia (salvo permettere di reinvestire quelle scaturenti da investimenti già effettuati attraverso la medesima piattaforma). Tale misura consentirebbe di contenere la perdita entro un ammontare modesto, così giustificando – sulla base del principio di proporzionalità – l'adozione di *standard* di tutela blandi e quindi con ridotto impatto rispetto ai costi di realizzazione della emissione<sup>20</sup>.

<sup>17</sup> Invero, il prosieguo del già ricordato comma 7 dell'art. 21 del Regolamento prevede che, nell'ipotesi di richiesta di un investimento che superi i limiti quantitativi stabiliti, l'operazione potrà comunque essere effettuata a condizione il fornitore di servizi di *crowdfunding* invii al cliente una avvertenza *ad hoc* sui rischi e quest'ultimo rinnovi esplicitamente il consenso dimostrando di avere compreso il significato dell'affare perseguito.

<sup>18</sup> Sulla necessità di escogitare modelli di tutela differenti da quelli ricavabili dalla disciplina di cui al t.u.f. – sia pure muovendo dalla diversa premessa secondo cui la s.r.l. con quote diffuse presso il pubblico non integrerebbe comunque il concetto tipologico e normativo di società aperta –, 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.

<sup>19</sup> Quanto all'opportunità di riconsiderare l'attitudine della informazione a porsi come effettivo strumento di correzione delle imperfezioni di mercato, v. A. PERRONE, *Sistema dei controlli e mercato dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2011, p. 845, laddove 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».

<sup>20</sup> Naturalmente, si potrebbe sollevare il timore di creare «zone franche». In realtà, non sembra azzardato accostarsi con un maggiore ottimismo, sia tenendo conto che i gestori dei portali on

Altra via percorribile sarebbe quella di innalzare al ruolo di gate-keeper il gestore della piattaforma di crowdfunding, anche intervenendo, a livello di diritto societario, sulla disciplina degli emittenti<sup>21</sup>; ma si tratterebbe di scelte che verrebbero con ogni probabilità a richiedere un disegno organico di riforma delle s.r.l.<sup>22</sup>.

Resterebbe infine l'opzione del c.d. risparmio gestito<sup>23</sup>. Incoraggiare tale for-

---

line resterebbero comunque soggetti vigilati (e, quindi, ad esempio tenuti in ogni caso a rispettare determinati requisiti organizzativi; sia osservando come la possibilità di investire – anche oltre la soglia ipoteticamente fissata – la ricchezza generata attraverso la piattaforma dovrebbe tradursi in un incentivo per i fornitori di servizi di crowdfunding a vagliare con attenzione le soluzioni d'investimento da veicolare al pubblico.

<sup>21</sup> Il riferimento è al pacchetto di interessanti proposte avanzate da M. LAMANDINI, D. RAMOS MUNOZ, *La disciplina dell'equity crowdfunding*, cit., p. 262 ss. diretto a costruire uno statuto *ad hoc* del c.d. emittente digitale anche attraverso una responsabilizzazione del gestore della piattaforma in veste di *gate-keeper*. Più precisamente, si ipotizza, da un lato, l'introduzione in capo all'emittente dell'obbligo della revisione contabile con revisore nominato dal portale, l'attribuzione a quest'ultimo della titolarità sia dei poteri di controllo che le azioni di responsabilità previste dall'art. 2476 c.c., nonché della legittimazione ad impugnare le delibere dei organi sociali; dall'altro lato, l'adozione di regimi di responsabilità degli amministratori più «garbati», volti a limitare entro un tetto massimo rappresentato da un multiplo ragionevole dei compensi percepiti il danno risarcibile connesso a scelte effettuate in buona fede, una maggiore digitalizzazione della relazione organica tra investitori e società (specie con riguardo allo svolgimento dell'assemblea dei soci mediante la possibilità di partecipare al voto attraverso sistemi di accesso basati su crittografia) e l'obbligo per l'emittente di istituire un sito web che contenga in uno spazio facilmente accessibile e chiaramente organizzato (possibilmente in formato tabellare in modo da risultare agevolmente attingibile dai motori di ricerca) tutta l'informazione concernente *i*) gli assetti proprietari e di governo della società; *ii*) l'attività di impresa con pubblicazione dei dati di bilancio disponibili e indicazioni sintetiche circa l'indebitamento complessivo; *iii*) operazioni con parti correlate e infragruppo; *iv*) fatti o eventi rilevanti suscettibili di incidere sul valore della società e degli strumenti finanziari emessi.

<sup>22</sup> Mette peraltro conto di sottolineare che alcuni dei presidi architettati dalla normativa interna in tema di *crowdfunding* ma non ripresi dal Regolamento unionale meriterebbero in realtà di essere conservati, se del caso migliorandoli. In particolare, il pensiero va all'art. 24, comma 2 del Regolamento Consob il quale prevede che, ai fini del perfezionamento dell'offerta di azioni o quote rappresentative del capitale sociale sul portale, il gestore verifichi che una quota almeno pari al 5% degli strumenti finanziari offerti sia stata sottoscritta da investitori professionali o da fondazioni bancarie o da incubatori di start-up innovative ... o a investitori a supporto delle piccole e medie imprese con requisiti tali da far presumere il carattere professionale dei medesimi. Pur essendo emendabile attraverso il duplice correttivo da un lato di estendere l'ambito del precetto anche alle sollecitazioni riguardanti titoli di debito, dall'altro lato di richiedere che la quota del 5% sia sottoscritta da un unico investitore professionale (in modo da evitare che il senso della cautela venga stemperato mediante una dispersione del rischio tra più operatori qualificati), si rivela senz'altro apprezzabile l'intuizione su cui la regola in esame si basa: ovvero l'idea di trarre una conferma indiretta della bontà dell'offerta dalla significatività dell'impegno assunto da un soggetto in grado di selezionare la serietà delle proposte di investimento rivolte al mercato. Anche se più pertinente rispetto ad operazioni di *equity crowdfunding*, si rivela del pari meritevole di attenzione il congegno – di cui all'art. 24, comma 1, lett. *a*) del Regolamento Consob – di prevedere il diritto di co-vendita nell'ipotesi di passaggio di mano del controllo dell'emittente.

<sup>23</sup> Che l'apertura delle PMI al mercato dei capitali possa consentire di ampliare la platea dei

ma di intermediazione determinerebbe il vantaggio di avere come destinatario dei titoli (il gestore in monte, ovvero) un soggetto non solo contraddistinto da elevata professionalità, ma anche con la capacità di muovere disponibilità notevoli. Ne discenderebbe il ridimensionamento delle questioni legate al *need of protection* dell'investitore e la stessa esigenza di avere un mercato secondario liquido si configurerebbe in termini meno urgenti.

Naturalmente, occorrerebbe mettere in conto il costo connesso alla remunerazione della attività di gestione collettiva, nonché il prevedibile interesse degli operatori del risparmio gestito solo per titoli attributivi anche di diritti di controllo e di informazione.

---

potenziali interessati anche a soggetti diversi dagli investitori *retail* quali investitori istituzionali, nonché operatori di *Venture Capital* o *Private Equity* è segnalato anche da S. ROSSI, *S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, p. 528.