«Il diritto dell'economia» issn 1123-3036, anno 68, n. 107 (1 2022), pp. 165-198

Articoli e saggi

Il nuovo Regolamento Europeo sul *crowdfunding*: alcuni *focus* e considerazioni sulle scelte del legislatore e sguardo sinottico alla normativa interna

Pasquale Cuzzola

Sommario: 1. Il fenomeno *crowdfunding* e le ragioni dell'opzione regolamentare. – 2. Focus su alcuni aspetti della disciplina; confronto con la normativa interna italiana. – 2.1. La scelta definitoria. – 2.2. Titoli negoziabili. – 2.3. Soglia di investimento e investitori. – 2.4. Gestore della piattaforma/fornitore del servizio: requisiti, autorizzazione e (iscrizione al) registro; regole di condotta. – 2.5. Tutela degli investitori; procedura di accesso al portale e (valore delle) informazioni. – 2.6. Qualificazione del servizio. – 2.7. Autorità di vigilanza interne ed ESMA. – 3. Dal peculiare iter legislativo (l'emersione de)i tratti caratterizzanti della disciplina. – 3.1. Preoccupazione del legislatore per le informazioni. – 3.2 Attenzione alla responsabilità. – 3.3 Ambito di applicazione del regolamento e "fine" delle normative nazionali. – 4. Alcune considerazioni. – 5. Suggestioni conclusive: da un (nuovo) fine a uno strumento (piattaforma) perseguito al di là del fine?

1. *Il fenomeno* crowdfunding *e le ragioni dell'opzione regolamentare*

Il "Regolamento (UE) 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 relativo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937" è entrato in vigore il 10 novembre 2021[1].

[1] Fatto salvo un periodo transitorio in cui rimarrà applicabile la normativa interna per un altro anno (o altri due in caso di esercizio dell'opzione dell'adozione di atti estensivi da parte della Commissione: v. *infra,* nonché art. 48 del Regolamento in questione, cui ci si riferirà d'ora innanzi anche allorquando verrà indicato solo come Regolamento, senza ulteriore qualificazione).

La scelta di intervenire normativamente testimonia l'elevata attenzione che l'Europa rivolge al *crowdfunding*[2] e al *FinTech* in generale[3].

L'*iter* normativo ha condotto alla formulazione e modificazione di diverse versioni del testo, dalla cui successione emergono importanti indicatori di politica normativa e sulle decisive scelte del legislatore[4], il cui dichiarato intento è la promozione in presa diretta dell'operatività transfrontaliera del fenomeno a livello eurounitario[5], nel rispetto dei principi di sussidiarietà e proporzionalità[6].

---

[2] Diversi sono stati i progetti di studio e analisi, con relativi documenti di sintesi finali: cfr. Commissione Europea, *Staff working Document Crowdfunding in the EU Capital Markets union*, Bruxelles, 2016; Commissione Europea, Comunicazione del 08.03.2018, *Completare l'Unione dei mercati dei capitali entro il 2019 - È tempo di accelerare la realizzazione* (in cui si è soffermata sulla prospettiva di un marchio europeo per piattaforme di *crowdfunding* basato sugli investimenti e sui prestiti, ritenendolo uno strumento di progresso, utile al perseguimento del mercato unico dei capitali); Commissione Europea, Comunicazione del 15.03.2019, *Unione dei mercati dei capitali: progressi nella creazione del mercato unico dei capitali per un'Unione economica e monetaria forte*.

[3] Per un inquadramento generale di questo macrofenomeno, cfr. M.T. Paracampo, FinTech *e il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari,* in Id. (a cura di), FinTech. *Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, Torino, 2017, 1 ss.; C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza (a cura di), *Lo sviluppo del* FinTech. *Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, Quaderni FinTech, CONSOB, 2018, 1. Le Istituzioni europee ne hanno fatto anche oggetto di attenzione: v. Parlamento Europeo, *Committee on Economic and Monetary Affairs*, *Draft report on Fintech. The influence of technology on the Future of Financial Sector*, 2016/2243(INI), 27 gennaio 2017, disponibile al seguente link: http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2017-0176_EN.html?redirect, 7. G. Alpa, Fintech*: un laboratorio per i giuristi*, in *Contratto e impresa*, 2019, 2, 378, ha posto l'attenzione sulla rapida evoluzione del settore, cui a fatica il legislatore prova a tenere testa.

[4] Una prima proposta di Regolamento era stata presentata dalla Commissione al Parlamento ai sensi degli artt. 294, par. 2 e 114 del TFUE (*Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di* crowdfunding *per le imprese*, com(2018) 113 final 2018/0048, 8 marzo 2018, qui rinvenibile: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/ALL/?uri=CELEX%3A52018PC0113); il Parlamento aveva emendato il testo, approvato nella sua nuova versione nel marzo 2019 e trasmesso al Consiglio e alla Commissione e ai Parlamenti nazionali (Cfr. la *Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese* (COM(2018)0113 – C8-0103/2018 – 2018/0048(COD)), con acclusa una "Risoluzione legislativa sulla Proposta di Regolamento": il testo è disponibile al seguente link: http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2018-0364_IT.html#title), 1), per il prosieguo della procedura legislativa ordinaria volta alla sua definitiva adozione. Conclusa la fase di prima lettura, dopo la risposta della Banca centrale europea alla richiesta di parere del Consiglio del febbraio 2020, la formulazione finale del testo è stata poi approvata ad ottobre 2020. Per un'attenta disamina sotto questo profilo, con rilievi critici sul processo di adozione e su possibili adeguamenti del Regolamento, cfr. E. Macchiavello, *The European Crowdfunding Service Providers Regulation: The Future of Marketplace Lending and Investing in Europe and the 'Crowdfunding Nature' Dilemma*, in *European Business Law Review*, 2021, 32, 3, 557 ss.

[5] Si comprende, in tal modo, l'idea di agevolare la diffusione del *crowdfuning* offrendo uno strumento normativo comune e in grado di differenziarsi dai regimi normativi interni, nell'ottica di evitare complessità e conseguenti eccessivi costi di *compliance* normativa per soggetti che intendano partecipare ad una raccolta fondi pur appartenendo a realtà nazionali (e quindi normative) diverse (cfr. in proposito il Considerando n. 33).

[6] Il primo (v. art. 5, par. 3, T.U.E. e art. 4 T.U.E. sul rispetto nelle azioni dell'UE per il completamento del mercato) è soddisfatto dall'esigenza di eliminare gli ostacoli costituiti dai diversi approcci degli Stati membri, che secondo le Istituzioni proponenti «costituiscono il principale ostacolo per le piattaforme e sono all'origine di un'ulteriore frammentazione del mercato» (Così la Commissione Europea, nella *Relazione* di accompagnamento alla Proposta, 5). Il secondo non è inficiato dalla scelta di armonizzazione massima della disciplina, da perseguire con l'adozione di un Regolamento, perché si è ritenuto contrario all'esigenza di sviluppo del settore il

La consultazione dei portatori d'interessi e la valutazione d'impatto precedenti la formalizzazione dell'iniziativa hanno giustificato l'urgenza dell'intervento, in considerazione soprattutto dell'inadeguato funzionamento dei mercati del *crowdfunding* in Europa per il finanziamento alle imprese a livello transfrontaliero. L'Italia è il primo Paese in Europa che ha legiferato in materia di *crowdfunding*[7], occupandosi però *ex professo* della sola tipologia *equity*[8]. Il legislatore dell'Unione si è occupato invece anche della tipologia *lending-based*.

Il presente contributo è orientato a proporre alcuni *focus* di confronto tra la disciplina eurounitaria e quella interna, anche al fine di individuare le scelte caratterizzanti del legislatore.

2. *Focus su alcuni aspetti della disciplina; confronto con la normativa interna italiana*

Con specifico riguardo alla tipologia *equity*, l'articolato normativo eurounitario presenta diversi punti di affinità con la normativa italiana[9], ma non mancano elementi – anche palesi – di differenziazione, rinvenibili sin dal momento descrittivo del fenomeno e di definizione della fattispecie.

---

fatto che un operatore possa essere tenuto a soddisfare i requisiti di più regimi nazionali contemporaneamente, oltre a dover adattare il proprio modello di business, per operare a livello transfrontaliero.

[7] Nella maggioranza degli altri Stati è emersa la tendenza a regolare il fenomeno non già con interventi normativi diretti, bensì riconducendolo nell'alveo delle discipline già esistenti. Il rapporto EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, ECN *Review of Crowdfunding Regulation* 2017, ECN, 2017, si era occupato della regolamentazione generale sul *crowdfunding* all'interno dell'Unione Europea. Si veda, su questo punto, 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 *Riv. Dir. Banc.*, 2018, I, 133 ss.

[8] La disciplina è contenuta, quanto alle fonti di rango primario, negli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* del T.U.F. (d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58), aggiunti dall'art. 30 del d.l. 10 ottobre 2021, n. 179 (c.d. «Crescita bis»), convertito con l. 17 dicembre 2012, n. 221; il Regolamento Consob, adottato – in virtù di legittimazione e delega contenuta nelle predette norme – con Delibera 26 giugno 2013, n. 18592, contiene la disciplina di dettaglio. D'ora innanzi nel testo, allorquando si indicherà semplicemente il Regolamento Consob, senza ulteriore specificazione (numero e anno), ci si riferirà a quest'ultimo. Nel tempo si sono susseguiti diversi interventi di modifica sia alla legislazione ordinaria che alle norme di rango secondario (Regolamenti Consob). Quanto alla prima, sono intervenuti: il d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 (c.d. «Crescita 3.0» o «Investment Compact», conv. con l. 33/2015); la Legge di bilancio per il 2017 (11 dicembre 2016, n. 232: in particolare si veda il comma 70 dell'art. 1); il d.l. 24 aprile 2017, n. 50 (c.d. «Correttivo», in particolare all'art. 57); il d.lgs. 3 luglio 2017, n. 112; il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129, che ha recepito la Direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID II; il d.lgs. 25 novembre 2019, n. 165 (c.d. "correttivo MiFID"). Le modifiche al Regolamento Consob sono state attuate con le successive Delibere 24 febbraio 2016, n. 19520; 29 novembre 2017, n. 20204; 17 gennaio 2018, n. 20264, che hanno attuato il necessario adeguamento alle novità introdotte dalla MiFID II (cfr., in proposito, E. Macchiavello, *La travagliata evoluzione*, cit., 140); poi ancora sono intervenute: la Delibera 10 ottobre 2019, n. 21110; la Delibera 6 febbraio 2020, n. 21259.

[9] Aspetto, questo, che si spiegherebbe, forse, proprio in virtù della già evidenziata primazia, quantomeno temporale, della disciplina italiana in Europa, in grado di assurgere ad autorevole riferimento.

Le tipologie *lending-based* ed *equity* del macro-fenomeno *crowdfunding*, tra loro diverse strutturalmente e per finalità "immediata", sono accomunate – e in ciò a loro volta diverse dalle altre – dalla finalità "mediata", ovverosia il coinvolgimento di soggetti che operano per scopi *lato sensu* finanziari.

Il primo – conosciuto anche sotto altre denominazioni – integra la classica fattispecie di finanziamento di debito, con una pluralità di prestatori che finanzia un unico soggetto e il cui perfezionamento agevolato in modalità online da una piattaforma ne ha valorizzato, in origine, la modalità "*peer-to-peer*"[10].

L'*equity crowdfunding*, invece si sostanzia in un procedimento per la raccolta di capitali di rischio tramite portali online, che si attiva con la scelta di un soggetto di offrire i propri titoli azionari per finanziare un'idea imprenditoriale, trasferendo in tal modo le proprie quote sociali agli investitori-finanziatori, che diventano così nuovi soci[11].

2.1. *La scelta definitoria*

Diversamente dalla legislazione italiana, il regolamento europeo, all'art. 2, par. 1, lett. a), prevede una "definizione-contenitore" del "servizio di *crowdfunding*", qualificato come «l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding»[12].

---

[10] Lo sviluppo *peer-to-peer* ha rappresentato il tratto qualificante di questa sotto-specie di *crowdfunding*, che alla prova dell'attuazione pratica si è rivelato in grado di differenziarsi in molteplici varianti, tutte caratterizzate dal ruolo fondamentale svolto dalla piattaforma. In A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Mattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno *FinTech*, Consob, 5, 2019 (liberamente consultabile qui: https://www.consob.it/documents/46180/46181/FinTech_5.pdf/a92a97f0-7d0e-43de-9fcd-4acfd97199f2), 12, è stata sottolineata la connotazione della "specie" in discorso. Anche focalizzandosi sul profilo dei finanziatori (*Ivi*, 13) «si riscontra un'evoluzione nei modelli di business rispetto alle manifestazioni originarie»: dalla iniziale «presenza di una molteplicità di individual lender (nella logica, come si è detto, del peer-to-peer e, similmente, di un crowd di peer)», si è passati all'accesso fra i *lender* anche di banche e investitori istituzionali. Pertanto, l'approccio *peer-focused* è ritenuto caratterizzante solo delle origini del fenomeno, che ad oggi può denominarsi più appropriatamente come *"marketplace lending*".

[11] Nell'ordinamento italiano, invero (come già anticipato), dopo l'intervento del legislatore con la Legge di Bilancio 2019 (v., in particolare, art. 1, comma 238, l. 145/2018, che ha modificato l'art. 100-*ter* del T.U.F.) e la conseguente Delibera Consob 10 ottobre 2019, n. 21110, è possibile anche offrire obbligazioni o titoli di debito.

[12] La definizione regolamentare è ancora approfondita dall'ulteriore specificazione secondo cui il servizio in questione si concretizza («consiste») in «una delle seguenti attività:

i) intermediazione nella concessione di prestiti;

ii) collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding».

Nell'impostazione definitiva, la piattaforma – che in precedenza sembrava configurarsi, invero inopportunamente, come "oggetto" del servizio – è più coerentemente individuata come uno strumento attraverso il quale il servizio viene offerto[13] dal "fornitore" di cui all'art. 2, par. 1, lett. e).

L'abbinamento di interessi, ossia la convergenza di quelli di un offerente-proponente con quelli di un potenziale investitore, emerge come tratto caratterizzante della fattispecie, insieme ad altri aspetti: il riferimento ad una vera e propria attività di "intermediazione"; la riconducibilità – sebbene non in termini di esatta sovrapponibilità (quantomeno testualmente) – al collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente, quale servizio finanziario tipico[14].

Il legislatore individua il tratto qualificante ("la caratteristica principale") dei servizi di *crowdfunding* nella «prestazione congiunta di servizi di ricezione e trasmissione degli ordini di clienti e […] collocamento dei valori mobiliari o degli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* non sulla base di un impegno irrevocabile su una piattaforma pubblica che fornisce un accesso illimitato agli investitori»[15].

La raccolta realizzata tramite *equity crowdfunding* è avviata dall'offerta di titoli da parte di una società ammessa da un gestore della piattaforma autorizzato ad operare in tal senso. Attraverso la piattaforma potranno incontrarsi domanda e offerta di finanziamento.

L'intero procedimento di raccolta coinvolge: un "titolare di progetti", che propone un'offerta di investimento presentando un progetto nell'auspicio di ottenere il finanziamento necessario alla sua realizzazione; gli investitori che scelgano di finanziare il progetto proposto; «l'organizzazione di intermediazione nella forma di un fornitore di servizi di crowdfunding che fa incontrare i titolari di progetti e gli investitori su una piattaforma online»[16].

2.2. *Titoli negoziabili*

Oggetto di offerta possono essere i "valori mobiliari" di cui all'art. 4, par. 1, punto 44), della Dir. 2014/65/UE, rientrando in questi ultimi anche le obbligazioni e non solo le azioni[17].

---

[13] Art. 2, par. 1, lett. d): «d) "piattaforma di crowdfunding", un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di crowdfunding».

[14] L'Allegato I al T.U.F. (d.lgs. 58/1998) «Elenco dei servizi, delle attività e degli strumenti finanziari», come sostituito dall' art. 7, comma 1, d.lgs. 129/2017 (a decorrere dal 26.08.2017), lo annovera al n. 6 della Sezione A, «Attività e servizi di investimento».

[15] Così il Considerando n. 10.

[16] V. Considerando 2.

[17] La scelta di estendere le tipologie di quote oggetto di *crowdfunding* dovrebbe derivare dall'esigenza di consentire agli investitori un'uscita più agevole dall'investimento (cfr. in proposito il considerando n. 13).

Nella direzione di ampliare le possibilità di investimento tramite piattaforma di *crowdfunding*, nelle fasi finali dell'*iter* legislativo è stata inserita, all'art. 2, par. 1, lett. n), la definizione di «strumenti ammessi a fini di crowdfunding», così aprendo alla possibilità di negoziare «azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento», in base alla normativa vigente in ciascuno Stato membro; viene così realizzato l'auspicio di non impedirne «l'inclusione nell'ambito di applicazione del presente regolamento»[18].

Anche in Italia, a distanza di 5 anni dall'entrata in vigore della normativa in materia, la Legge di Bilancio 2019 (l. 145/2018) ha finalmente aperto alla possibilità di sottoscrivere obbligazioni o titoli di debito, sia pure con una serie di limitazioni soggettive[19].

2.3. *Soglia di investimento e investitori*

La soglia di investimento per le offerte di *crowdfunding* (per ogni campagna di raccolta) è definitivamente[20] fissata in 5 milioni di Euro, calcolati secondo quanto disposto dall'art. 1, par. 2, lett. c); superata per un singolo progetto detta cifra, non troverà più applicazione il Regolamento sul *crowdfunding*.

La scelta di un simile meccanismo di limitazione è stata effettuata avendo riguardo all'esigenza di contenere i rischi associati agli investimenti nel *crowdfunding*[21]. La determinazione del *quantum*, invece, deriva dall'esigenza di coordina-

[18] Così esplicita il considerando n. 13. Si registra così un'inversione di tendenza rispetto all'originaria proposta di Regolamento.

[19] L'art. 1, comma 238, della richiamata Legge ha inserito il nuovo comma 1-*ter* all'art. 100-*ter* del T.U.F., riserva tale possibilità agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori, da individuarsi, nel rispetto dei limiti codicistici, ad opera della Consob. Quest'ultima, con la Delibera 21110/2019, ha così all'uopo modificato il Regolamento sull'*equity crowdfunding* (rinominandolo «Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line»: i capitali, dunque, non solo più (solo) "di rischio").

[20] Negli emendamenti al progetto di atto (procedura legislativa ordinaria, prima lettura) presentati (e approvati nella seduta del 05.11.2018) dal Parlamento Europeo al testo proposto precedentemente dalla Commissione il 07.03.2018 (ai sensi dell'art. 294, par. 2, e art. 114 TFUE), era stato proposto un innalzamento della soglia ad 8 milioni, aumentando quella originariamente indicata in 5 milioni, che poi è stata definitivamente approvata.

[21] La determinazione del *quantum*, invece, deriva dall'esigenza di coordinamento con la disciplina dell'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto per le offerte al pubblico di titoli ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 14 giugno 2017, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato, e che abroga la direttiva 2003/71/CE (GU L 168 del 30.6.2017, 12). A decorrere dal 21 luglio 2018, la soglia per l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto per le offerte al pubblico di titoli nell'Unione (come corrispettivo totale su un periodo di 12 mesi) non è stata univocamente individuata, ma è stato previsto un minimo di 1 milione di Euro (soglia minima) e un massimo di 8 milioni di Euro (soglia massima).

mento con la disciplina dell'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto per le offerte al pubblico di titoli ai sensi del Regolamento (UE) 2017/1129[22].

Quanto agli investitori[23], per adeguare il grado e l'incisività delle tutele alle loro specifiche esigenze e facilitare al tempo stesso i flussi di investimento, il regolamento ha optato per una distinzione tra investitori sofisticati e non sofisticati, differenziando in parte la disciplina applicabile e le forme di tutela[24].

Agli investitori sofisticati – «per definizione consapevoli dei rischi associati agli investimenti in progetti di crowdfunding»[25] – non viene sottoposto il test d'ingresso di verifica delle conoscenze di cui all'art. 21 e i fornitori non sono tenuti a inviare avvertenze sui rischi dell'investimento.

Una disciplina che tenga conto delle differenze tra investitori è contenuta anche nella normativa italiana, dove l'investitore professionale riceve forme decisamente più attenuate di garanzia e tutela. Il regime semplificato per i clienti professionali è stato previsto dall'art. 50-*quinques*, comma 5, T.U.F., che ha demandato alla Consob di dettagliare le «regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori»[26].

Un aspetto di differenziazione rilevante della disciplina europea rispetto alla normativa interna italiana è il mancato assoggettamento della modalità *equity*

---

[22] Il Regolamento (UE) 2017/1129 ha innalzato (a decorrere dal 21.07.2018) le soglie di esenzione, ossia il limite minimo e massimo al di sotto e al di sopra del quale gli Stati membri non possono esigere la pubblicazione di un prospetto informativo per le offerte pubbliche di prodotti finanziari. I predetti limiti sono stati portati: quanto al minimo, da 100 mila a 1 milione di Euro; quanto al massimo, da 5 milioni a 8 milioni di Euro. Al di fuori della soglia individuata possono solo essere stabiliti altri obblighi informativi che non costituiscano un prospetto informativo. Gli Stati membri possono esercitare un'opzione di esenzione dalla pubblicazione del prospetto informativo per le offerte con valore compreso tra le soglie minima e massima.

Il sovrapporsi dei due quadri normativi (Regolamento sul prospetto e, ora, Regolamento sul *crowdfunding*) e la presenza di un margine di discrezionalità per i singoli Paesi comportano un certo rischio di difficoltà di coordinamento tra le norme. In alcuni Paesi la soglia per esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto è inferiore a 5 milioni; per questo, l'art. 49 del Regolamento (UE) 2020/1503 ha previsto una deroga temporanea di disciplina di 24 mesi (a partire dal 10 novembre 2021) onde consentire un allineamento tra gli impianti normativi.

In Italia, la soglia di esenzione dal prospetto informativo per le offerte pubbliche di prodotti finanziari era in precedenza individuata in 5 milioni di Euro (limite massimo possibile secondo la normativa previgente); dopo l'entrata in vigore del Regolamento n. 1129, la soglia è stata innalzata a 8 milioni.

[23] Una definizione generale di investitore è contenuta nell'art. 2, par. 1, lett. i): tale è «ogni persona fisica o giuridica che, tramite una piattaforma di crowdfunding, concede prestiti o acquisisce valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di crowdfunding».

[24] La distinzione è ispirata da quella tra cliente professionale e al dettaglio prevista dalla direttiva 2014/65/UE, ma mantenendo una certa attenzione alle peculiarità del *crowdfunding*.

[25] Cfr. considerando n. 44.

[26] Il Regolamento Consob, nel disciplinare le distinzioni, le identifica richiamando (all'art. 2, comma 1, lett. j) l'Allegato 3 del Regolamento Consob in materia di intermediari, 29 ottobre 2007, n. 16190 e ss. mm. e ii., riprendendo così l'ulteriore distinzione, nel novero dei clienti professionali, tra quelli "di diritto" e quelli "su richiesta".

crowdfunding ad una soglia minima di sottoscrizioni provenienti da investitori professionali quale requisito indefettibile per la conclusione dell'offerta[27].

L'assenza di una previsione in tal senso nella normativa dell'Unione potrebbe corroborare un rilievo critico alla predetta disposizione del Regolamento italiano, che rischia, forse, di rilevarsi addirittura controproducente rispetto alla *ratio legis* di promozione delle iniziative di raccolta "dal basso"[28].

2.4. *Gestore della piattaforma/fornitore del servizio: requisiti, autorizzazione e (iscrizione al) registro; regole di condotta*

Quanto al soggetto autorizzato a far incontrare offerte e investimenti, il Regolamento definisce il «fornitore di servizi di crowdfunding» – forse un po' tautologicamente – come la «persona giuridica che presta servizi di crowdfunding» (art. 2, par. 1, lett. e). Espressione, questa, forse insufficiente a mettere in evidenza requisiti e caratteristiche del soggetto in questione, ma in grado, sotto altro profilo, giusto di esplicitare l'inquadramento inequivoco del *crowdfunding* come servizio.

La stessa scelta terminologica di definire il soggetto che presta servizi di *crowdfunding* come "fornitore", sia pure frutto, con ogni probabilità, di un compromesso "da traduzione"[29], non appare di felicissima collocazione nel contesto ordinamentale italiano[30].

---

[27] Il Regolamento italiano richiede, quale condizione di perfezionamento dell'offerta, la necessaria sottoscrizione di una quota degli strumenti finanziari offerti da parte di investitori professionali. Tale quota è quantificata in non meno del 5% delle offerte complessive. In caso di piccole e medie imprese – e purchè «in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta» – la soglia è stata ridotta al 3% a partire da una modifica al Regolamento del 2018, che ha aggiunto il nuovo comma 2-*ter* all'art. 24.

[28] Cfr. le critiche in tal senso mosse da U. Piattelli, *Il* crowdfunding *in Italia*, Torino, 2013, 88, che si è riferito alla possibilità di degenerazione in «crowdbanking», nonché da E. Fregonara, *Il* crowdfunding*: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, in *Orizzonti Dir. Comm.*, 2014, 17, che ha evidenziato il rischio di compromissione della "democraticità" del fenomeno. D'altra parte, la presenza ineludibile di un investimento professionale mirerebbe a contribuire alla credibilità dell'offerta.

[29] Il termine inglese è "provider": al di là del fatto che esso costituisce un "inglesismo" ormai acquisito nella nostra lingua, un prestito linguistico a tutti gli effetti dalla lingua inglese che viene utilizzato ordinariamente in italiano, la sua traduzione più frequente è, appunto, "fornitore". Così il dizionario inglese definisce infatti il *provider*: «a person or company that gives or sells someone something that they need» (v. dizionario Cambridge online: https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english-italian/provider). In quanto soggetto che "dà" o "vende" a qualcuno ciò di quest'ultimo ha bisogno, esso è considerato, appunto, fornitore.

[30] Il contratto di "fornitura", nel nostro ordinamento, non è codificato esplicitamente in questi termini. Esso è assimilato al contratto di somministrazione (ne è considerato sostanzialmente un sinonimo) che nondimeno è delimitato nel suo campo di operatività, dall'art. 1559 c.c. Peraltro, si discorre ormai disinvoltamente anche di somministrazione (*id est* fornitura) di servizi (cfr. Aa.Vv. (a cura di R. Bocchini), *I contratti di somministrazione di servizi*, Torino, 2006) e, inoltre, la disposizione di rinvio di cui all'art. 1570 c.c. chiude il Capo dedicato alla somministrazione con la previsione di applicabilità delle regole ad esso relative, «in quanto compatibili», anche alle «regole che disciplinano il contratto a cui corrispondono le singole prestazioni». Sarebbe sta-

Il fornitore gestisce o amministra la "piattaforma di *crowdfunding*"[31] dopo aver ottenuto l'iscrizione ad apposito registro, che avviene solo previa autorizzazione della Autorità competente dello Stato membro in cui è stabilito ai sensi dell'art. 12 del Regolamento[32]; in Italia, la predetta Autorità è la Consob.

All'autorizzazione segue l'iscrizione al registro istituito dall'ESMA, reso pubblico sul sito istituzionale e regolarmente aggiornato; esso è unico, prevedendo l'art. 14 che in esso siano indicati "tutti i fornitori di servizi di *crowdfunding*", ma tra le informazioni da inserire vi è la specificazione di quale sia la tipologia di servizio di *crowdfunding* per il quale prestatore è autorizzato.

Una simile previsione non sembra poter configurare una vera e propria distinzione per sezioni all'interno del registro, come avviene in Italia[33].

La diversificazione di disciplina interna tra gestore "puro" e "di diritto" (ossia già abilitato, quale intermediario tradizionale, alla raccolta di fondi presso il pubblico), più "leggera" per il primo[34], con conseguente introduzione di una "variante di fattispecie"[35], è invece in qualche modo affine alle previsioni eurounitarie, che negano ai fornitori la possibilità di raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili tra il pubblico, a meno che non siano (anche) autorizzati come enti creditizi.

---

to forse più coerente riferirsi (semplicemente) ad un "prestatore" del servizio, mantenendo una scelta terminologica, per quanto non impeccabile tecnicamente, quantomeno non limitante (ove non addirittura fuorviante). Si consideri che l'art. 3 è rubricato «Prestazione di servizi di crowdfunding» ed è collocato nel Capo II, «Prestazione di servizi di crowdfunding e requisiti organizzativi e operativi per i fornitori di servizi di crowdfunding».

[31] Definita «sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet», dall'art. 2, par. 1, lett. d).

[32] Il procedimento finalizzato all'autorizzazione si attiva con la richiesta di chi intenda prestare servizi di *crowdfunding*, nella quale vengono inserite una serie di informazioni utili a vagliare la sussistenza dei requisiti di legalità e onorabilità, di solidità economico-finanziaria, di professionalità, di presidi prudenziali in capo all'aspirante "fornitore", così come dettagliate dal lungo art. 12, par. 2; i paragrafi successivi descrivono il dettaglio della procedura.

[33] Nel caso del Regolamento europeo, infatti, la predetta specificazione si giustifica alla luce del fatto che la normativa si occupa di due distinte tipologie di *crowdfunding*, ossia il *lending-based* e l'*equity*, per cui si rende necessario precisare quale delle due sia oggetto dell'attività del fornitore. Nella normativa interna, invece, che si occupa della sola tipologia *equity*, si distingue una sezione del Registro ordinaria, nella quale sono indicati gli intermediari autorizzati ad operare unicamente come gestori del portale, da una speciale, nella quale sono invece annotati gli intermediari già titolari di abilitazione alla raccolta di fondi presso il pubblico (e che optino di operare anche come gestori, previa apposita comunicazione). Per la ricognizione della complessità delle fattispecie e la loro proposta di inquadramento come "varianti tipologiche", sia consentito rinviare a P. Cuzzola, *La disciplina italiana dell'*equity crowdfunding*: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema*, ne *Il Diritto dell'economia*, 2020, 3, 501 ss.

[34] Cfr. la definizione di CONSOB, *Equity crowdfunding: cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una "start up innovativa" tramite portali on-line* (rinvenibile nella sezione di investor education del sito dell'Autorità al seguente link: https://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding), 7. Nondimeno, a fronte della prospettata "leggerezza", come contrappeso è previsto il divieto per il gestore "puro" di detenzione di somme di denaro degli investitori (art. 50-*quinques*, comma 4, T.U.F.) e di esecuzione diretta degli ordini di sottoscrizione.

[35] Tale peculiare qualificazione era già stata prospettata in P. Cuzzola, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'*equity crowdfunding, in *Nuova Giur. Civ. comm.*, 2020, 4, 938.

Poiché l'autorizzazione a fornire servizi di *crowdfunding* non equivale a un'autorizzazione a fornire anche servizi di pagamento, un fornitore di servizi di *crowdfunding* potrà prestare tali ultimi servizi in relazione ai servizi di *crowdfunding* offerti solo ove sia anche autorizzato come prestatore di servizi di pagamento conformemente alla direttiva (UE) 2015/2366 (art. 4, punto 11)[36].

Tornando ai requisiti e focalizzandone alcuni, è il caso di evidenziarne la loro specularità rispetto agli obblighi fondamentali dei fornitori, direttamente applicabili a livello transfrontaliero, con l'intento di «ridurre i rischi operativi, e garantire un elevato livello di trasparenza e di tutela degli investitori» (considerando 30).

Ai fornitori è imposto di disporre, «in ogni momento, di presidi funzionali»[37], costituiti, alternativamente, con fondi propri, o con la stipula di un'assicurazione[38], o con una combinazione delle due predette soluzioni.

In Italia era previsto in precedenza un meccanismo simile, che è stato poi rivisto restringendo il campo rispetto ai presidi riconosciuti: a seguito delle modifiche apportate dalla Delibera n. 21259 del 6.2.2020 è stata eliminata la possibilità alternativa di aderire ad un sistema di indennizzo, lasciando il solo obbligo del gestore di stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale.

Le previsioni sopra richiamate integrano la concreta attuazione degli obblighi fondamentali dei fornitori di servizi di *crowdfunding* (cfr. art. 4)[39].

---

[36] 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 (CE) 2002/65, (CE) 2009/110 e (UE) 2013/36 e il Regolamento (UE) 2010/1093, e abroga la Direttiva (CE) 2007/64 (GU L 337 del 23.12.2015, 35).

[37] Il cui ammontare, ai sensi dell'art. 11, par. 1, sarà pari almeno all'importo più elevato tra 25.000 Euro e «un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente, riesaminate annualmente, che devono comprendere il costo di gestione dei prestiti per tre mesi qualora il fornitore di servizi di crowdfunding agevoli anche la concessione di prestiti.»

[38] La polizza assicurativa dovrà coprire il pregiudizio derivante da perdita di documenti, dichiarazioni false o fuorvianti, atti, errori od omissioni che determinano la violazione degli obblighi del fornitore (di competenza e cura nei confronti dei clienti, di riservatezza), omissione di istituire, attuare e mantenere procedure appropriate per impedire i conflitti di interesse, perdite derivanti da interruzioni dell'attività, disfunzioni del sistema o dalla gestione dei processi, negligenza grave nella valutazione degli attivi o nella determinazione del prezzo del credito e nell'attribuzione del punteggio di affidabilità creditizia. Approfondendo tali profili, potrebbero rinvenirsi tracce di responsabilità oggettiva, il cui accertamento prescinde dall'individuazione (e dimostrazione) di un comportamento negligente o imprudente del prestatore del servizio.

[39] Essi sono chiamati ad agire «in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei loro clienti» (art. 3, par. 2) e, di conseguenza, a garantire una gestione efficace e prudente, prevenendo anche i conflitti di interessi, così perseguendo, oltre che gli interessi dei propri clienti, anche l'integrità del mercato. Per la considerazione della protezione dell'investitore (quale "microprotezione") come strettamente «intrecciata alla difesa metaindividuale del mercato nel suo complesso» cfr. M. Cian, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, in Aa.Vv., *I contratti del mercato finanziario*, II ed., (a cura di) e. Gabrielli, R. Lener, nel Trattato dei Contratti, diretto da P. Rescigno ed E. Gabrielli, Torino, 2011, 215-216. Quanto alla preminenza di un interesse sull'altro, per M. Maggiolo, *Servizi ed attività di investimento: prestatori e prestazione*, in (a cura di) P. Schlesinger, *Trattato di Diritto Civile e Commerciale*, Milano, 2012, 558, invece, gli obblighi dei prestatori dei servizi finanziari sarebbero prioritariamente orientati al raggiungimento della «certezza del diritto dei mercati finanziari», che ne costituisce «elemento imprescindibile al buon funzionamento»;

Nella medesima prospettiva si collocano gli obblighi di adeguata verifica nei confronti dei titolari di progetti che propongono il finanziamento attraverso la piattaforma di *crowdfunding* del fornitore, previsti e disciplinati dall'art. 5.

Fondamentale è altresì la già richiamata attività di prevenzione e gestione dei conflitti di interesse (art. 8)[40]. La normativa si presenta più stringente a livello europeo, giacché l'art. 8, par. 1, vieta ai fornitori di servizi di *crowdfunding* di partecipare alle offerte presenti sulla loro piattaforma. Tale divieto non è presente nella normativa interna, la quale peraltro consente al gestore di condurre sul proprio portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione (o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo)[41].

Il Regolamento europeo si è occupato *ex professo* anche dell'ipotesi di affidamento a terzi dello svolgimento delle funzioni operative, quale fattispecie di esternalizzazione di alcune parti delle attività facenti capo al fornitore. Essa impone l'adozione di «tutte le misure ragionevoli per evitare un aggravamento del rischio operativo» (art. 9, par. 1[42]) e non elimina la permanenza della piena responsabilità dei fornitori di servizi di *crowdfunding* per le attività esternalizzate.

Viene così introdotta una disposizione assimilabile all'art. 1228 c.c., ponendo l'attenzione su un aspetto che la regolamentazione interna, invece, non prende in considerazione, demandando all'interprete il compito di inquadrare le fattispecie.

Così, nei casi di differenziazione soggettiva tra gestore della piattaforma che presti il servizio di *crowdfunding* e terzo fornitore di tecnologie per lo svolgimento di parti operative (tutte o alcune) del servizio, non dovrebbe dubitarsi che il perseguimento della finalità di maggior tutela degli interessi degli investitori (e anche degli offerenti, in qualche modo) è individuabile nella permanenza della responsabilità del prestatore del servizio nei confronti dei clienti per i danni derivanti dalle attività (in tutto o in parte) esternalizzate[43], quantunque per il profes-

---

diversamente, M. Barcellona, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, 56 ss., considera l'interesse alla tutela degli investitori come prevalente, derivandone di conseguenza «la misura dello sforzo debitorio dovuto» dall'intermediario. Cfr., in tal senso, anche R. Natoli, *Il contratto "adeguato". La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Milano, 2012, 77.

[40] A tal fine, i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono tenuti a mantenere e applicare norme interne efficaci (par. 3), comunicando ai clienti la natura generale, le fonti e le misure adottate per attenuare i conflitti (par. 5). Sulla natura giuridica del conflitto di interessi cfr. D. Maffeis, *Il conflitto di interessi e la tutela degli investitori*, in Aa.Vv., *I contratti per l'impresa*, II. *Banca, mercati, società, Parte prima: I contratti bancari e di finanziamento*, (a cura di) G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Bologna, 2013, 227-228.

[41] In tal caso, è imposta dall'art. 13, comma 1-*bis* del Regolamento Consob l'adozione di misure idonee alla gestione del «conflitto che insorge in relazione a questo tipo di attività», rispetto al quale l'investitore dovrà essere informato.

[42] E inoltre «non pregiudica la qualità del controllo interno da parte dei fornitori di servizi di crowdfunding *né la capacità dell'autorità competente di monitorare il rispetto del presente regolamento da parte del fornitore di servizi di* crowdfunding» (art. 9, par. 2).

[43] Una conferma della predetta tesi sarebbe individuabile nella previsione esplicita contenuta nell'art. 31 del Regolamento Delegato UE n. 565/2017, ai sensi del quale «le imprese di investimento che esternalizza-

sionista (gestore secondo la denominazione interna, fornitore per quella europea) possano individuarsi rimedi successivi di rivalsa[44], variabili per presupposti legittimanti ed effetti in base alla natura del rapporto con il terzo.

La violazione delle norme sui requisiti prudenziali orientate alla tutela degli investitori, ma anche degli offerenti, genera responsabilità del fornitore del servizio di *crowdfunding*, tanto sotto il profilo delle sanzioni amministrative (ove non di rilevanza penale), quanto nei confronti delle proprie controparti contrattuali.

La responsabilità può essere inquadrata come precontrattuale o contrattuale in base alla fase del rapporto in cui si sono integrati i presupposti della lesione.

Quanto ai rimedi a disposizione degli investitori[45], il Regolamento non contiene previsioni esplicite. Le regole operanti su queste materie si rinvengono nei sistemi normativi dei singoli Paesi membri.

Sotto questo profilo, nel caso dell'Italia, neanche la disciplina interna sul *crowdfunding* prevede fattispecie tipiche che regolino i profili invalidanti o di scioglimento del rapporto contrattuale, o ancora le ipotesi e le regole in tema di risarcimento.

In ogni caso, allorquando trovi attuazione pratica il carattere transfrontaliero del fenomeno che il Regolamento ha inteso promuovere (ma non esclusivamente disciplinare), emerge la *quaestio iuris* di quale ordinamento e quali regole di diritto interno costituiscano la fonte normativa di riferimento in questi casi, che per l'appunto si caratterizzano per la diversità dei Paesi di provenienza e/o residenza delle parti del rapporto[46]. La risposta dovrebbe rinvenirsi nel Regolamento CE 593/2008 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali[47]. In proposito, esso prevede, innanzitutto, che le parti possano scegliere la legge applicabile al loro rapporto (art. 3): è dunque la regolamentazione negoziale a costituire fonte prioritaria secondo l'impostazione regolamentare[48]. Qualora non vi sia stata una scelta convenzionale, il Regolamento CE 593/2008 introduce una serie di regole residuali e

---

no funzioni operative essenziali o importanti restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi imposti loro dalla direttiva 2014/65/UE».

[44] Si rinvia ancora a P. Cuzzola, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema*, cit., 522.

[45] Risarcitori, o d'invalidità, o di eventuale risoluzione contrattuale.

[46] E la questione, evidentemente, riguarderebbe anche il foro competente in caso di controversie.

[47] Regolamento (CE) 2008/593 del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali (Roma I), rinvenibile al seguente link: https://eur lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32008R0593&from=IT. Ad esso, peraltro, occorre riferirsi anche in virtù dell'art. 57 della L. 31 maggio 1995, n. 218 sul diritto internazionale privato.

[48] Può intuirsi, sotto il profilo pratico, che i prestatori del servizio di *crowdfunding*, predisponendo unilateralmente le condizioni generali di contratto da sottoporre agli offerenti e agli stessi investitori, ben potrebbero inserire una clausola di rinvio alla legge dello Stato membro in cui abbiano la sede; *idem* dicasi per il foro competente.

tra loro sussidiarie[49]. Non applicandosi il Regolamento europeo sul *crowdfunding* agli investitori-consumatori, non potrebbero essere invocate le norme di contemperamento e limite in loro favore previste dagli ordinamenti nazionali[50].

Alla luce di quanto evidenziato, la normativa interna italiana dovrebbe trovare applicazione qualora il prestatore dei servizi di *crowdfunding* sia stabilito in Italia, anche laddove esercitasse attività transfrontaliera.

In tal caso, la violazione degli obblighi informativi nella fase che precede l'accesso alla piattaforma e, quindi, la possibilità di scegliere l'investimento[51], determinerebbe una responsabilità precontrattuale, con conseguenti obblighi risarcitori in capo al prestatore del servizio[52].

Sennonché, ove la responsabilità del prestatore del servizio si sia verificata nella sola fase preliminare all'investimento, il Regolamento CE 593/2008 non potrebbe operare, poiché ne è espressamente esclusa l'applicazione alla fase precontrattuale.

Tale situazione non dovrebbe creare problemi sotto il profilo del foro competente, che sarebbe comunque individuabile, in via sussidiaria, in quello in cui ha la sede il convenuto[53]. Meno agevole, invece, risulterebbe l'individuazione dell'ordinamento cui fare riferimento per la disciplina da applicarsi al rapporto sostanziale.

---

[49] Nel caso dei contratti di prestazione di servizi, la legge applicabile è quella del Paese di residenza del prestatore di servizi ai sensi dell'art. 4, par. 1, lett. b). In assenza, o se gli elementi contrattuali rendono rilevanti ai fini della legge applicabile anche altre ipotesi normativamente considerate, «il contratto è disciplinato dalla legge del paese nel quale la parte che deve effettuare la prestazione caratteristica del contratto ha la residenza abituale.» Il che – nel caso del *crowdfunding* – renderebbe invariata la legge applicabile, essendo la peculiarità del fenomeno riconducibile sempre alle attività svolte dal prestatore del servizio. In via ulteriormente gradata, il par. 4 dell'art. in esame individua il criterio del «collegamento più stretto» per l'individuazione della legge applicabile

[50] Ad esempio, in Italia, rileverebbe l'art. 66-*bis* del Codice del Consumo (D.Lgs. 206/2005), che prevede la competenza territoriale inderogabile del giudice del luogo di residenza o di domicilio del consumatore per le controversie civili che coinvolgano quest'ultimo.

[51] Per le singole situazioni astrattamente verificabili nel caso del gestore di una piattaforma di *crowdfunding* con riguardo alla fattispecie italiana, cfr. P. Cuzzola, *op. ult. cit.,* 517 ss.

[52] È ormai esclusa dal diritto vivente la possibilità di invocare un'invalidità contrattuale in assenza di esplicita indicazione in tal senso del legislatore; la sanzione della nullità per violazione degli obblighi informativi precontrattuali, pur prevista dall'art. 67-*septiesdecies*, comma 4, cod. cons., è una norma speciale applicabile ai soli contratti conclusi dai consumatori, non rientranti – per precisa scelta di diritto positivo – nel campo di applicabilità del Regolamento europeo sul *crowdfunding*. Proprio argomentando a partire dalle differenze rispetto alla regola speciale di nullità prevista dall'art. 67-*septiesdecies*, comma 4, cod. cons., il supremo consesso della Corte di Cassazione, con le famose sentenze "gemelle", Cass., ss. uu., 19 dicembre 2007, n. 26724 e 26725 (in *Corr. giur.*, 2008, 223 ss.; in *Danno e resp.*, 2008, 525 ss., con note di V. Roppo e F. Bonaccorsi) è pervenuto all'esclusione dell'esistenza nell'ordinamento di una sanzione generale d'invalidità per violazione di obblighi d'informativa precontrattuale. L'unico rimedio esperibile rimane la declaratoria di responsabilità dell'intermediario (cfr. M. Maggiolo, *Servizi ed attività di investimento: prestatori e* prestazione, cit., 497 sulla differenza tra contrattuale e precontrattuale).

[53] E il procedimento rimarrebbe da incardinarsi, pertanto, dove ha sede il prestatore del servizio di cui si assume la responsabilità precontrattuale.

2.5. *Tutela degli investitori; procedura di accesso al portale e (valore delle) informazioni*

Le disposizioni di dettaglio a presidio degli investitori sono contenute nel Capo IV del Regolamento, che introduce previsioni di protezione e di trasparenza prevedendo, tra gli altri, obblighi di comunicazione finalizzati a fornire ai clienti informazioni corrette, chiare e non fuorvianti (art. 19), nonché di valutazione di appropriatezza (art. 21).

In proposito, le modifiche apportate dal Parlamento europeo al testo originario licenziato dalla Commissione esprimono un'attenzione maggiore agli investitori e una tendenza alla tutela sostanziale delle loro posizioni; icasticamente, dalla versione approvata dal Parlamento con emendamenti[54], il considerando 30, poi riformulato e ricollocato al n. 43 nella versione definitivamente approvata, conteneva il termine "conoscenza" degli investimenti, termine sostituito con "comprensione", presupponendo quest'ultimo un *quid pluris*, diverso dalla mera acquisizione nozionistica delle caratteristiche dell'investimento cui si va incontro.

La tutela degli investitori, non solo sotto il profilo informativo, deve essere apprestata in ogni fase, dal momento del primo contatto con la piattaforma fino a quello di perfezionamento dell'investimento[55].

Il rapporto piattaforma (*rectius*, fornitore del servizio di *crowdfunding*)-investitore non sofisticato ha avvio già «prima di dare […] pieno accesso» alla stessa piattaforma «per investire nei progetti di crowdfunding», poiché il fornitore è tenuto a valutare «se i servizi […] offerti, e quali di essi, siano appropriati» (art. 21, par. 1). Si configura, dunque, quale condizione di accesso alla piattaforma, l'obbligo di procedersi ad una valutazione di appropriatezza, da rivedersi almeno ogni due anni[56]. Qualora ad esito della valutazione il fornitore ritenga insufficienti le conoscenze del potenziale investitore, o comunque che i servizi offerti sulla piattaforma potrebbero essere inappropriati, dovrà emanare una segnalazione di rischio, indicando la possibilità di perdita della totalità del denaro investito, ma senza che ciò precluda l'adesione ad un'offerta sulla piattaforma e il perfe-

---

[54] *Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, cit., 1; non tutte le proposte di modifica del Parlamento sono state poi definitivamente accolte: tra queste rientra la facoltà per i fornitori del servizio di «vietare ai potenziali investitori e agli investitori di investire in progetti di *crowdfunding*» ove ciò sia consigliabile sulla base delle simulazioni effettuate (art. 15, par. 5, ult. periodo, del Progetto di risoluzione legislativa del Parlamento).

[55] Il richiamato Capo IV inizia proprio con l'art. 19, dedicato alle informazioni ai clienti, che devono essere corrette, chiare e non fuorvianti.

[56] Si rende a tal fine necessario richiedere «ai potenziali investitori non sofisticati informazioni circa l'esperienza, gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di crowdfunding».

zionamento dell'investimento. L'attività in questione integra dunque gli estremi della verifica di appropriatezza.

Anche secondo il Regolamento Consob, in Italia, il gestore del portale che risulti iscritto nella sezione ordinaria del registro e che opti per la verifica in proprio del livello di esperienza e conoscenza dell'investitore rispetto alla tipologia di sottoscrizione sarà tenuto ad un'attività assimilabile alla verifica di appropriatezza, ai sensi dell'art. 13, comma 5-*bis*, del predetto Regolamento[57].

La verifica in questione ha margini di valutazione e criteri da adottare non univocamente individuati dal legislatore, tanto da potersi sollevare il dubbio[58] se la stessa sia da ritenersi esattamente sovrapponibile – o solamente simile – agli adempimenti di appropriatezza di cui agli artt. 41 e 42 del Regolamento Intermediari[59], che riguardano i servizi finanziari diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli, dal momento che il gestore del portale è un soggetto diverso da chi, in séguito, provvederà al perfezionamento degli ordini di investimento[60].

Prima ancora della verifica appena considerata, ossia prima dell'accesso alle sezioni del portale dedicate alle offerte cui aderire, in ogni caso, è necessario che il gestore si assicuri che l'investitore abbia preso visione delle informazioni generali sull'investimento in strumenti finanziari tramite portali e di quelle così dette di *investor education* presenti sul sito istituzionale della Consob (art. 14 Regolamento Consob).

Gli adempimenti che precedono l'accesso al portale/piattaforma da parte dell'investitore, ma anche la verifica di appropriatezza, possono essere riferiti ad una fase precontrattuale del rapporto fornitore-investitore.

Quella propriamente contrattuale trova il proprio fatto costitutivo nell'effettivo accesso dell'investitore alla piattaforma.

La disciplina prevista dal legislatore europeo non presenta una struttura diversificata da quella interna.

---

[57] Per procedervi, una volta ricevuto un ordine di adesione e alla luce delle informazioni raccolte (ai sensi dell'art. 15, comma 2, lett. b), il gestore provvederà a verificare che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta, avvertendolo (anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica) qualora ritenga che lo strumento non sia appropriato per la sua situazione finanziaria ma potendo nondimeno procedere in caso di determinazione dell'investitore.

[58] Considerato anche il fatto che manca un'esplicita sovrapposizione e un richiamo da parte del regolatore.

[59] Regolamento adottato con delibera 29 ottobre 2007, n. 16190 (poi aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera 17 marzo 2016, n. 19548). Invero, il Regolamento è stato abrogato dalla delibera 15 febbraio 2018, n. 20307, salvo quanto previsto dall'art. 4 della stessa.

[60] Un argomento nel senso della sovrapponibilità è offerto dalla circostanza per cui gli obblighi di adeguata verifica dei soggetti perfezionatori degli ordini (previsti dall'art. 17, comma 3, Regolamento Consob) non operano qualora il gestore effettui direttamente la verifica prevista dall'art. 13, comma 5-*bis*, secondo quanto disposto dall'art. 17, comma 4 del Regolamento Consob. Dovrebbe pertanto concludersi che la verifica del gestore, quand'anche iscritto nella sezione ordinaria del registro, è condotta nel rispetto di tutti i canoni e le garanzie professionali del test di appropriatezza previsto dal Regolamento Intermediari.

Nella parte in cui l'art. 22 del Regolamento disciplina il «periodo di riflessione precontrattuale», occorre porre attenzione a chi siano i titolari di diritti ed obblighi contenuti nella disposizione in questione, così come è necessario discernere quali siano effettivamente i rapporti oggetto di disciplina.

Il predetto periodo di riflessione precontrattuale cui fa riferimento il par. 2, che consente all'investitore di «revocare in qualsiasi momento la sua offerta di investire», sarebbe da ritenere collocato in una fase precontrattuale avuto riguardo specificatamente al rapporto offerente-investitore; esso, pertanto, non coinvolge il titolare della piattaforma quanto agli effetti dell'esercizio della revoca[61], il cui obbligo informativo in tal senso (con le specifiche modalità descritte dal paragrafo 6 dell'art. 22) sarebbe da collocarsi già nella fase di attuazione degli effetti contrattuali del rapporto fornitore-investitore[62].

Le ipotesi di tutela degli investitori incentrate sul passaggio dell'informazione e sul suo valore consentono di ritenere che, all'interno della scala di intensità[63] ricompresa tra la mera dichiarazione[64] da parte dell'obbligato (fornitore del servizio) e l'effettiva comprensione dei suoi contenuti da parte dell'investitore, destinatario della stessa informazione[65], il contenuto della disciplina sia da collocarsi all'estremo da ultimo citato[66]: la comprensione è l'unità di misura necessaria per valutare l'effettiva attuazione degli obblighi del fornitore e, pertanto, la soddisfazione degli interessi che ne qualificano la componente di valore[67].

---

[61] Il fornitore del servizio si colloca "a monte" della scelta di revoca (o meglio, recesso) dell'investitore (i cui effetti si producono però nella sfera dell'offerente), prevedendone la possibilità di esercizio all'interno della piattaforma (par. 2).

[62] In definitiva, l'art. 22 disciplina diversi rapporti nella struttura trilaterale (o tre volte bilaterale) caratteristica del *crowdfunding*, occupandosi: quanto al rapporto offerente-investitore, di una fase precontrattuale rispetto al perfezionamento dell'adesione all'offerta (erogazione del prestito o acquisizione dei titoli); quanto al rapporto fornitore-investitore, della fase contrattuale, già successiva alle informazioni preliminari e al test di appropriatezza di cui all'art. 21, che ha preceduto il vero a proprio accesso dell'investitore alla piattaforma.

[63] Ci si è riferiti altrove ad un «pendolo dell'interesse fondamentale della fattispecie oscilla[nte]» tra la mera comunicazione di informazioni e la piena conoscenza e interiorizzazione di contenuti informativi da parte degli investitori: P. Cuzzola, *op. ult. cit.,* 527.

[64] Nell'accezione di comportamento manifestativo-simbolico oggettivamente percepibile *inter praesentes*, quale *species* del *genus* comportamento immateriale (e significante-manifestativo) nella scala generale dei comportamenti, secondo A. Falzea, *Ricerche di teoria generale del diritto e di dogmatica giuridica*, Vol. II, Dogmatica giuridica, Milano, III ed., 1997, 709 ss.

[65] Proprio nel settore dei mercati finanziari, si è osservata l'opportunità di considerare e trattare l'informazione secondo diversi livelli: non tenendo conto del destinatario della stessa, «bensì a seconda del tipo di bene negoziato» Così R. Natoli, *Il contratto "adeguato"*, cit., 66-67.

[66] Depongono in tal senso gli artt. 3, par. 2, 19, 22, par. 6, 23 e 24 del Regolamento, oltre che il considerando n. 43.

[67] Intesa quale specificazione dell'effetto giuridico in grado di veicolare il «valore giuridico […] attribuito al fatto» (e di sottendere l'interesse fondamentale della fattispecie), in base alla ricostruzione dogmatica di A. Falzea, *Ricerche di teoria generale del diritto e di dogmatica giuridica*, cit., 96 ss., spec. 121.

Nondimeno, non può essere ignorata la difficoltà nel "misurare" il grado di comprensione nella sfera soggettiva dell'investitore[68]; forse per questo il legislatore ha inserito dei meccanismi presuntivi in favore dei fornitori del servizio[69].

Almeno a livello di declamazioni di principio, il sistema sembra orientato ad esigere che le informazioni rese agli investitori non rappresentano una mera formalità dichiarativa, ma siano rese in maniera tale da consentire l'effettiva acquisizione di contenuti e consapevolezza in favore dei destinatari. In ciò l'impianto eurounitario ha compiuto un ulteriore passo rispetto a quanto già operato dal legislatore interno, che ha previsto una disciplina forse meno incisiva.

In Italia, dopo la richiesta di pubblicazione di un'offerta e l'ammissione della stessa, il gestore pubblicherà sul portale tutte le informazioni ad essa relative semplicemente riportando quanto riferito dall'offerente[70].

L'investitore potrà procedere alla sottoscrizione delle quote solo dopo aver superato un *iter* previsto per renderlo consapevole, o comunque per garantire le condizioni di consapevolezza[71]: dovrà innanzitutto prendere visione delle informazioni generali sull'investimento in strumenti finanziari tramite portali, nonché di quelle di *investor education* sul sito Consob (art. 14 Regolamento Consob).

Gli adempimenti cui, a quel punto, dovrà procedere il singolo gestore dipendono dalla tipologia e dalle scelte di servizio da prestare[72].

Ma in ogni caso, la verifica condotta dal gestore rileva "a monte", come condizione di accesso alla sezione delle offerte sul portale, mentre quella cui sarà eventualmente tenuto l'intermediario perfezionatore degli ordini (se soggetto

---

[68] Non è certo agevole appurare se l'investitore, avendo ricevuto le necessarie informazioni, abbia anche acquisito un livello adeguato di conoscenza-consapevolezza; si tratta di circostanze non suscettibili di materiale e oggettiva osservabilità.

[69] L'art. 24, par. 8, prevede che, nel momento in cui la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma sia redatta in conformità alle prescrizioni dei paragrafi precedenti, una volta che i potenziali investitori la ricevono, «i fornitori di servizi di crowdfunding sono considerati adempienti». Una simile clausola (sostanzialmente una presunzione *iuris et de iure*) potrebbe rappresentare una valvola di salvataggio eccessiva, con conseguente rischio di vanificazione della *ratio* sottesa all'impianto normativo.

[70] Il dettaglio delle informazioni è pubblicato secondo quanto previsto dall'art. 16, comma 1 lett. a), Regolamento Consob, nonché preceduto dall'avvertenza generale secondo cui le informazioni non sono singolarmente approvate dalla Consob e l'offerente rimane responsabile della loro completezza e veridicità.

[71] L'Autorità di vigilanza, nel documento Equity crowdfunding: *cosa devi assolutamente sapere prima di investire in una* "start-up *innovativa" tramite portali* on-line, cit., 8, discorre di "percorso consapevole" cui sono chiamati gli investitori prima di poter aderire alle offerte on-line.

[72] La verifica del livello di conoscenza ed esperienza dell'investitore: è certamente effettuata dal gestore iscritto nella sezione speciale del registro e abilitato come intermediario finanziario, che potrà gestire integralmente il processo di raccolta di capitali; è invece facoltativamente effettuata dal gestore iscritto nella sezione ordinaria del registro (in caso di scelta di non espletarla, vi provvederà in seguito l'intermediario perfezionatore degli ordini, in ossequio alle previsioni di cui alla Parte II del T.U.F., ma solo se gli ordini degli investitori siano superiori alle soglie previste *ex lege*). L'assenza di limitazioni quantitative per gli investitori individuali determina, secondo U. Minneci, Equity crowdfunding*: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2019, 2, 520, una discrasia rispetto all'idea di «richiedere poco a tanti» che dovrebbe costituire l'*ubi consistam*, un «elemento consustanziale del fenomeno».

diverso dal primo) si manifesta "a valle", come condizione di perfezionamento dell'offerta già opzionata dall'investitore[73]. L'investitore potrà in séguito accedere al portale e vedere perfezionata la propria sottoscrizione.

Anche la regolamentazione interna[74], in definitiva, conduce più verso il perseguimento della finalità di acquisizione di consapevolezza da parte dell'investitore che non verso il mero adempimento di obblighi dichiarativi in capo al professionista-gestore, ma forse con un minor grado di incisività[75].

2.6. *Qualificazione del servizio*

Il Regolamento europeo fornisce un'indicazione in termini di qualificazione giuridica del servizio di *crowdfunding*, così offrendo un importante dato ermeneutico anche per la normativa interna, che non contiene una previsione esplicita in tal senso.

L'art. 2, par. 1, lett. a), prevede una "definizione-contenitore" del "servizio di *crowdfunding*", qualificato come «l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding, che consiste in una delle seguenti attività:

i) intermediazione nella concessione di prestiti;

ii) collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding».

Dal dato letterale si ricava una sorta di convergenza di diverse attività, delle quali un paio già normativamente tipizzate e un'altra caratterizzante con più evidenza il fenomeno in questione.

Ne risulta una commistione di servizi, un contratto complesso o misto[76], in cui l'abbinamento di interessi (a finanziare attività economiche da parte degli

[73] Per il dettaglio della richiamata distinzione e per i limiti della proposta schematizzazione, si rimanda a P. Cuzzola, *op. ult. cit.,* 498-499.

[74] Altre informazioni sono oggetto del rapporto tra gestore e investitore. Si pensi a quelle relative al portale e alla gestione dello stesso, o alla stessa fattispecie di investimento in strumenti finanziari tramite portali.

[75] Alcune sfumature terminologiche non sono irrilevanti: la "comprensione" degli investitori è associata al (e fatta oggetto del) verbo "garantire" nella normativa europea, laddove invece nell'impianto nazionale è affiancata a forme verbali ottative, considerandola una tendenziale finalità. A quanto osservato si aggiunga, inoltre, il regime di trasparenza circa i soggetti responsabili riscontrato nel Regolamento europeo (specie agli artt. 23 e 24).

[76] Non mette conto in questa sede approfondire la questione della maggiore adeguatezza dell'una (contratto complesso) o dell'altra (contratto misto) qualificazione, specie in considerazione della tesi per la quale le stesse possano considerarsi sostanzialmente sinonimi. Oltre alla definizione di contratto misto secondo la dot-

investitori e ad essere finanziati da parte dei "titolari di progetti"), che si realizza attraverso lo strumento tecnologico della piattaforma, finisce per convergere ed essere assorbito nella intermediazione nella concessione di prestiti, o nella duplice rilevanza dei tipici servizi finanziari del collocamento (nella *species* senza impegno irrevocabile) e della ricezione e trasmissione degli ordini di clienti. Questi ultimi trovano già la loro fonte e disciplina nella MiFID II, ma sono tra loro distinti[77]; proprio la rilevanza della loro «prestazione congiunta» diventa tratto paradigmatico del *crowdfunding*, la sua «caratteristica principale», come esplicitato nella fondamentale indicazione ermeneutica contenuta al considerando n. 10.

L'*ubi consistam* del fenomeno in questione non è tanto l'introduzione di un dispositivo tecnologico, quanto la realizzazione di quella peculiare attività di facilitazione dell'incontro tra domande e offerte d'investimento di cui la "piattaforma" è (solo) un *medium*.

Allora il *crowdfunding*, attesi i suoi elementi caratterizzanti, potrebbe essere ritenuto assimilabile ad uno tra i servizi finanziari di cui all'Allegato I della MiFID II[78], ma anche ad un peculiare negozio frutto della commistione («prestazione congiunta») di almeno due contratti, così come un'autonoma, nuova e diversa tipologia di servizio[79].

---

trina classica (quale «*relazione di sintesi e contemporaneità ideale fra due o più negozi che cooperano al medesimo risultato economico-sociale*»: così G.B. Ferri, *Operazioni negoziali "complesse" e la causa come funzione economico – individuale del negozio giuridico*, in *Dir. Giur.*, 2008, 3, 317 ss.; o risultante della combinazione di frammenti di diversi tipi contrattuali che si fondono in un unico schema negoziale: cfr. F. Gazzoni, *Obbligazioni e contratti*, Napoli, 2006, 889; Id., *Manuale di diritto privato*, Napoli, 2007, 769 ss.) e alle differenze tra gli stessi che tanto la dottrina (cfr. A. Cataudella, *I contratti*, Torino, 2009, 200; E. Betti, *Teoria generale del negozio giuridico*, Napoli, 1994, II Ed. Ristampa, 298) quanto la Giurisprudenza (*ex aliis,* Cass. civ., sez. III, 10 luglio 2008, n. 18884) hanno cercato di tracciare, ci si è interrogati anche sulla disciplina applicabile, con l'emersione di diverse tesi contrapposte: prevalenza-assorbimento (cfr. F. Carnelutti, *Natura del contratto cassetta-forte per custodia*, in *Riv. dir. comm.*, II, 1911, 903 ss.; A. Asquini, *Il contratto di trasporto terrestre di persone – Parte generale*, Padova, 1915, 69 ss.; A. Cataudella, *op. cit.*, 194, n. 212) da un lato, combinazione (cfr. L. Cariota Ferrara, *Il negozio giuridico*, Napoli, 1948, 228; G. De Gennaro, *I contratti misti. Delimitazione, classificazione e disciplina*. Negotia mixta cum donatione, Padova, 1934, 176 ss.) dall'altro.

[77] La Direttiva (UE) 2014/65 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la Direttiva (CE) 2002/92 e la Direttiva (UE) 2011/61 (GU L 173 del 12.6.2014, 349) se ne occupa rispettivamente ai punti 7) e 1) dell'allegato I, sezione A. Nella disciplina nazionale, il predetto allegato è stato interamente acquisito all'Allegato I del T.U.F., d.lgs. 58/1998.

[78] E quindi del T.U.F., d.lgs. 58/1998.

[79] Innanzitutto, l'abbinamento degli interessi non può di per sé essere ritenuto sovrapponibile al contratto di mediazione, solo per il fatto che si verifichi un'attività di "filtro" su una piattaforma, né tantomeno alla consulenza in materia di investimenti di cui al punto 5) dell'Allegato I, Sezione A, della Direttiva (UE) 2014/65, «nella misura in cui tali strumenti forniscono informazioni ai clienti in maniera neutrale senza che ciò costituisca una raccomandazione» (considerando 29). Inoltre, è del pari e più agevolmente escluso che il *crowdfunding* possa essere inquadrato come servizio di pagamento ai sensi della Direttiva (UE) 2015/2366. Lo stesso considerando 29 offre una chiara indicazione interpretativa in questa direzione, mettendo in evidenza la diversità delle autorizzazioni per l'uno e l'altro servizio; ove si intendano svolgere entrambi, occorrerà dunque richiedere e ottenere distinte autorizzazioni.

Invero, ove avesse passato il definitivo vaglio di approvazione, la versione intermedia della proposta di regolamento (contenuta nella Relazione con emendamenti del Parlamento) avrebbe comportato maggiori dubbi interpretativi[80].

In ogni caso, pur senza contenere la specificazione della distinzione tra le tipologie di debito ed *equity*, dalla disposizione definitoria (art. 2, par. 1, lett. a) emerge la consapevolezza, da parte del legislatore, della complessità del *crowdfunding*, ma anche l'intento di individuarne il tratto caratterizzante, rappresentato dalla sussistenza contestuale di un rapporto doppiamente bilaterale, secondo il duplice punto prospettico del rapporto del prestatore del servizio sia con l'offerente che con l'investitore.

Nel sistema italiano, l'impianto dell'*equity crowdfunding* immaginato dal legislatore ha delineato una fattispecie qualificabile anche come un negozio atipico *ex* art. 1322 c.c.[81]; peraltro, sono rinvenibili diverse "varianti di fattispecie" del gestore del portale (secondo un modello di "specificazione per aggiunta"[82]), caratterizzate dalle diverse combinazioni possibili di due aspetti fondamentali: l'iscrizione al registro come gestore "puro" o "qualificato"; l'opzione di effettuazione della verifica del livello di esperienza e conoscenza del potenziale investitore.

In particolare, il soggetto autorizzato al perfezionamento degli ordini e che effettui la verifica (di adeguatezza) sui clienti, come sotto-tipo di gestore dotato di poteri e obblighi più estesi rispetto agli altri, occupandosi anche di curare il perfezionamento degli ordini degli investitori, potrebbe ritenersi svolgere il servizio di esecuzione di ordini o di collocamento senza assunzione a fermo o di garanzia nei confronti dell'emittente, come individuato dall'art. 1, comma 5, lett. c-*bis*), T.U.F.[83].

---

[80] Per la tipologia *equity*, infatti, il *crowdfunding* era diversificato in «diretto» e «intermediato», comportando già questa ulteriore suddivisione una maggiore articolazione qualificatoria. Nel *crowdfunding* «diretto» emergeva come preponderante l'«abbinamento» svolto dalla piattaforma e avente ad oggetto (non già «interessi», bensì) «titolari di progetto» e «investitori». Il *crowdfunding* «intermediato» sarebbe potuto assurgere a vero e proprio servizio d'investimento, non autonomo e nuovo ma anzi assimilabile, ad esempio, al collocamento senza impegno irrevocabile, o alla consulenza in materia di investimenti, o ancora alla ricezione e trasmissione di ordini. Il riferimento ai servizi di investimento testé richiamati non è venuto meno nel testo legislativo approvato, anzi è rimasto, forse, ancor più esplicitamente; di certo, in maniera meno contorta nel coordinamento tra le diverse forme di servizio.

[81] R. Caratozzolo, *La disciplina italiana dell'*equity crowdfunding*: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *Riv. Trim. di Dir. dell'Economia,* 277, lo inquadra come offerta al pubblico di strumenti finanziari, sia pur con «tratti distintivi tipizzanti».

[82] Sia consentito rinviare alla ricostruzione in questi termini, proposta in P. Cuzzola, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'*equity crowdfunding, cit., 938-939.

[83] Tale opzione di qualificazione – ipotizzata ancor prima dell'adozione del Regolamento europeo (si rinvia alla ricostruzione offerta in P. Cuzzola, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema*, cit., 512 ss., spec. 514 e 515) – è ora corroborata dall'inquadramento del servizio operato dal legislatore eurounitario, che se n'è occupato *ex professo*.

2.7. *Autorità di vigilanza interne ed ESMA*

Il compito di autorizzare i fornitori, vigilare sulla corretta attuazione del Regolamento, indagare ed eventualmente sanzionare è attribuito dal Regolamento alle Autorità competenti designate (ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. r) da ciascuno Stato membro in conformità dell'art. 29[84].

Sulla base di funzioni e modalità di espletamento, i loro poteri possono essere ricondotti e suddivisi in settori generali: di autorizzazione, di vigilanza, di indagine, di sanzionamento.

Dei primi si è già dato atto *supra*, descrivendo la procedura riguardante l'attivazione delle piattaforme dei fornitori del servizio[85].

I poteri di vigilanza sono indicati come funzionali all'adempimento dei compiti attribuiti alle autorità nazionali e s'intendono in senso lato, non solo come monitoraggio ma anche come possibilità di adozione di specifiche misure d'intervento – purché proporzionate e giustificate (v. art. 40) – per sospendere o vietare comunicazioni, offerte, prestazioni di servizi, fino a trasferire rapporti contrattuali da un fornitore all'altro (cfr. la singola elencazione dei poteri all'art. 30, par. 2).

I poteri d'indagine consentono alle autorità di esigere dai fornitori di servizi di *crowdfunding* (nonché dai così detti «terzi designati» e dai loro revisori dei conti e dirigenti) la trasmissione di informazioni e documenti, ma anche di eseguire ispezioni per accedere a documenti e altri dati, ove se ne sospetti la loro idoneità a «dimostrare una violazione» del regolamento.

I poteri delle autorità competenti sui fornitori del servizio ai sensi del Regolamento europeo sul *crowdfunding* sono forse più estesi ed incisivi rispetto a quelli previste dalla normativa interna; il Regolamento Consob contiene una disciplina esplicita sul procedimento di autorizzazione (all'art. 7) ma non anche sui profili di indagine e vigilanza poc'anzi richiamati, sebbene i relativi poteri vengano comunque esercitati attraverso altri meccanismi. I principi orientativi sul ruolo dell'Autorità di vigilanza nel sistema interno, in ogni caso, sono assimilabili a quelli del Regolamento Europeo.

---

[84] Nelle versioni che hanno preceduto l'approvazione del Regolamento, il potere-dovere di vigilanza era attribuito all'ESMA; il legislatore ha preferito mantenere una struttura dei rapporti tra i vari soggetti coinvolti sostanzialmente sovrapponibile a quella già in corso di sviluppo negli ordinamenti nazionali (o almeno in alcuni), focalizzando l'attenzione, ai fini di un'ottimale attuazione transfrontaliera del Regolamento, sulla cooperazione tra le Autorità nazionali (cfr. art. 31); l'Organismo Europeo di vigilanza non ha più neanche la possibilità di emanare orientamenti o raccomandazioni.

[85] Proprio dall'autorizzazione discende la sottoposizione dei fornitori di servizi di *crowdfunding* ad attività di vigilanza (art. 15, par. 1), che viene attuata dall'autorità competente acquisendo annualmente, in forma riservata, un elenco dei progetti finanziati attraverso la piattaforma e, in seguito, condividendole con l'ESMA, anche a fini di statistiche aggregate (art. 16, parr. 1 e 2).

La peculiarità di quest'ultimo, in realtà, si coglie proprio nell'esigenza di assicurare piena operatività al carattere transfrontaliero del servizio, garantendo il più ottimale coordinamento alle attività delle diverse autorità competenti dei vari Stati membri. Ne deriva un approfondimento regolatorio – evidentemente non rinvenibile nell'ordinamento interno – sulla cooperazione tra autorità competenti. In caso di disaccordo tra queste ultime il compito di tentare di dirimere la controversia è affidato all'ESMA[86], che costituisce importante riferimento per il controllo dell'intero sistema, assurgendo a una funzione di "super vigilanza" rispetto a quanto avvenga nei singoli Stati e ai poteri esercitati dalle autorità competenti nazionali.

La necessità di coordinamento tra autorità nazionali diverse e con l'ESMA, nonché il rinnovato ruolo di quest'ultima, emergono anche con riguardo ai poteri e alle funzioni sanzionatorie, oggetto di particolare e approfondita attenzione da parte del legislatore europeo[87].

Le indicazioni normative contenute nel Regolamento costituiscono un minimo comun denominatore per tutti gli ordinamenti degli Stati membri; ai legislatori nazionali è lasciata la facoltà di elevare il livello delle sanzioni (art. 39, par. 3). Il regolatore europeo ha comunque mantenuto l'attenzione ad un necessario (ma complesso) coordinamento tra sistema europeo e singoli ordinamenti interni[88], presumibilmente dettata anche dalla consapevolezza che i divergenti punti di partenza tra i diversi Stati esigono un maggiore sforzo per evitare vuoti normativi e di tutela all'interno del sistema.

---

[86] Esercitando i poteri ad essa conferiti dall'art. 19 del Regolamento (UE) 2010/1095, l'Autorità europea sarà chiamata a far raggiungere un accordo conciliativo o, in caso di esito negativo, ad adottare una decisione con valore vincolante per le autorità competenti interessate, assicurando il rispetto del diritto dell'Unione.

[87] I compiti di irrogazione delle sanzioni in caso di violazione delle norme del Regolamento, analogamente a quanto osservato con altri poteri – previsti nelle proposte originarie di regolamento in capo all'ESMA – sono stati poi definitivamente attribuiti alle Autorità nazionali dopo l'intervento del Parlamento europeo sul testo normativo.

[88] In Italia, nel Regolamento Consob sono stati previsti solo: quale rimedio cautelare adottabile in caso di necessità e urgenza, la sospensione dell'attività del gestore non superiore a 90 giorni (art. 22); quali sanzioni, la sospensione da uno a quattro mesi dell'attività del gestore in caso di grave violazione delle regole di condotta previste dal titolo III, o la radiazione nei casi più gravi (art. 23). Alle predette disposizioni si aggiunge la norma di rango primario sulle sanzioni pecuniarie contenuta nell'art. 190 T.U.F., che legittima l'irrogazione delle stesse al verificarsi della violazione degli artt. 50-*quinquies* e 100-*ter* dello stesso T.U.F. o delle «disposizioni attuative» (*id est* del Regolamento Consob).

3. *Dal peculiare iter legislativo (l'emersione de)i tratti caratterizzanti della disciplina*

L'*iter* che ha portato all'approvazione e adozione definitiva del Regolamento è stato tortuoso[89]. La lettura sinottica delle diverse formulazioni della proposta di legge e della versione definitiva del Regolamento permette di riscontrare i punti di intervento successivi sul testo, le modifiche più significative, ma anche diversi "dietro-front", con ritorno alla formulazione originaria dopo la mancata approvazione degli emendamenti apportati al testo di legge nei passaggi intermedi della procedura legislativa.

Sembra che il percorso fino all'approvazione definitiva del Regolamento si sia mosso su due direttrici orientative: da un lato, l'intento di rendere consapevoli gli investitori e di prestare attenzione al livello della loro tutela; dall'altro, una maggiore tipizzazione (nel solco della certezza del diritto) delle ipotesi di responsabilità[90]. Forse in ottica unificante dei predetti intenti, il legislatore ha operato una scelta orientata ad accrescere la confidenza con il fenomeno *crowdfunding*.

3.1. *Preoccupazione del legislatore per le informazioni*

Rispetto alla prima linea direttrice, la preoccupazione del legislatore nell'*iter* di approvazione del Regolamento guardando alle modifiche apportate fino alla versione definitiva[91] si manifesta in ciò che le informazioni da rendere agli investitori sono state oggetto di una corroborazione qualificatoria nell'ottica di tutela dei loro destinatari: sono passate da «complete, chiare e corrette» a «eque, chiare e non fuorvianti», per poi divenire definitivamente «corrette, chiare e non fuorvianti»[92].

---

[89] L'originaria proposta di legge è datata 8 marzo 2018; successivamente alle attività di verifica e integrazione da parte della Commissione, il Parlamento europeo ha approvato il 27 marzo 2019 una Relazione sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, contenente un progetto di risoluzione legislativa con emendamenti al testo originario (l'approvazione è avvenuta in prima lettura nell'ambito della procedura legislativa ordinaria: v. *Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019*, cit. La nuova proposta è stata trasmessa al Consiglio, alla Commissione e ai Parlamenti nazionali; ha fatto séguito poi la risposta dalla Banca centrale europea alla richiesta di parere del Consiglio nel febbraio 2020. Due mesi dopo è stata presentata la proposta con il testo finale, approvata definitivamente nell'ottobre 2020.

[90] A ben vedere, queste linee qualificanti potrebbero rappresentare a loro volta l'indicatore di una duplice finalità: rendere il procedimento di *crowdfunding* sempre più trasparente e conoscibile; garantire una maggiore copertura di diritto positivo alle procedure e ai rapporti, così evitando per quanto possibile spazi di vuoto normativo.

[91] La norma di riferimento è l'art. 19 del Regolamento definitivamente approvato; essa in precedenza era collocata all'art. 14 della versione in consultazione. I (soli) due paragrafi di quest'ultima, già oggetto di modifica rispetto alla versione originaria, diventano sette nella versione definitiva.

[92] Tale portata informativa è stata rafforzata con l'aggiunta della previsione (cfr. par. 4) che la relativa comunicazione deve avvenire «ogniqualvolta ciò sia opportuno, e almeno prima che sia effettuata l'operazio-

L'art. 21, rubricato «Test d'ingresso di verifica delle conoscenze e simulazione della capacità di sostenere perdite», che ha sostituito l'art. 15 della formulazione appena precedente, reca novità che evidenziano gli intendimenti richiamati: è stata infatti sostituita la valutazione di adeguatezza con quella di appropriatezza[93], da rivedersi ogni due anni.

Inoltre, la simulazione in merito alla capacità di sostenere perdite, finalizzata alla predetta valutazione, è passata da mera possibilità per gli investitori a sostanziale obbligo per i fornitori del servizio (par. 5 degli artt. 15 e 21, rispettivamente precedente e ultima versione del regolamento).

Ancora, è stato inserito solo nella versione definitiva del Regolamento l'art. 22 sul periodo di riflessione precontrattuale (sul quale si veda *supra*), non presente in precedenza.

3.2. *Attenzione alla responsabilità*

L'altro tratto caratterizzante è la scelta di prevedere ipotesi tipiche di responsabilità agganciandole al flusso informativo non conforme, individuando i fatti condizionanti e i soggetti imputabili e, così, perseguendo ancor più l'intento di rassicurazione dei potenziali investitori.

Questi ultimi trovano già un maggior tutela nell'opzione del legislatore di estendere il raggio di operatività della responsabilità, per lo più dei prestatori dei servizi, propendendo verso un'oggettivizzazione della stessa in alcune situazioni, come l'esternalizzazione del servizio; anzi, è previsto già al momento della presentazione della domanda di autorizzazione all'autorità competente l'obbligo di indicare eventuali accordi di esternalizzazione che coinvolgano il «candidato fornitore di servizi di *crowdfunding*» (cfr. art. 12, par. 2, lett. n)[94].

---

ne di crowdfunding.» Il legislatore si è inoltre premurato di aggiungere la necessità che i fornitori di servizi di *crowdfunding* informino i clienti: del periodo di riflessione (se investitori non qualificati: cfr. par. 3); «del fatto che i loro servizi di crowdfunding non rientrano nel sistema di garanzia dei depositi istituito in conformità della direttiva 2014/49/UE e che i valori mobiliari o gli strumenti ammessi a fini di crowdfunding acquisiti attraverso la loro piattaforma di crowdfunding non rientrano nel sistema di indennizzo degli investitori istituito in conformità della direttiva 97/9/CE» (art. 19, par. 2).

[93] Tale scelta, s'è già visto *supra*, è stata dettata dalla necessità di rendere coerente il tipo di verifica da condurre (e l'incisività dei poteri-doveri del professionista) con la peculiare tipologia di investimento in questione e, dunque, con la qualificazione del servizio: la valutazione di adeguatezza è richiesta nella sola consulenza, laddove invece per gli altri e diversi servizi di investimento – nel cui alveo, al di là delle possibili diverse opzioni (e sfumature) interpretative, è rinvenibile la qualificazione del *crowdfunding* – l'ordinamento prevede la (sola) valutazione di appropriatezza.

[94] La versione precedente del Regolamento, poi modificata, prevedeva l'obbligo di descrivere non già gli "accordi", bensì i "dispositivi" di esternalizzazione.

Assume particolare rilevanza la scelta di inserire fattispecie tipiche di responsabilità, non presenti nella formulazione originaria del testo; o meglio, di demandare agli Stati membri la previsione.

In questa direzione, gli artt. 23 (parr. 9 e 10) e 24 (parr. 4 e 5), che disciplinano la redazione della «scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento», rispettivamente ad opera del titolare del progetto o del fornitore dei servizi per le informazioni che riguardano la piattaforma e il suo funzionamento (alla «messa a disposizione» della scheda invece provvede sempre il fornitore del servizio), prevedono la responsabilità «almeno» dei predetti soggetti, qualora le informazioni siano «fuorvianti o imprecise».

L'esplicitazione che la responsabilità sia disposta dagli Stati membri e la presenza del già richiamato avverbio ("almeno") consentono di ritenere che gli ordinamenti nazionali possano prevedere un regime più stringente, che coinvolga direttamente anche soggetti diversi da quelli previsti dal Regolamento come minimo inderogabile, eventualmente con un vincolo di solidarietà. In ogni caso, i soggetti responsabili dovranno essere indicati nella scheda contenente le informazioni.

Un simile regime offre un indicatore della scelta legislativa di copertura normativa e chiarezza al contempo sull'individuazione di un preciso interlocutore (eventualmente responsabile) cui potrà rivolgersi l'investitore. Si corrobora in tal modo un *favor* per gli investitori, declinato come intento di accrescerne la confidenza con riguardo alle opportunità del *crowdfunding*.

In un'ottica di contemperamento potrebbe essere letta la previsione di cui al par. 8 dell'art. 24, che inserisce una sorta di presunzione di non responsabilità del prestatore del servizio: qualora la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma e fornita ai potenziali investitori sia «redatta conformemente» a quanto indicato nella predetta disposizione, i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono considerati adempienti all'obbligo di redigere un documento contenente le informazioni chiave a norma del regolamento (UE) n. 1286/2014.

3.3. *Ambito di applicazione del regolamento e "fine" delle normative nazionali*

L'indagine sinottica delle diverse versioni del Regolamento che si sono susseguite fino alla definitiva approvazione manifesta un aspetto di discontinuità dell'impianto regolatorio definitivamente approvato rispetto alle precedenti formulazioni delle proposte con riguardo all'ambito di applicazione della disciplina e ai rapporti con le normative nazionali già operanti in materia di *crowdfunding*, evidenziando un preciso intendimento di *policy* normativa delle istituzioni europee legiferanti.

Nelle versioni intermedie del testo del Regolamento, durante l'*iter* di approvazione, era stato configurato un «regime per i fornitori europei di servizi di *crowdfunding*» dotato di regole uniformi non sostitutive di quelle (eventualmente) vigenti a livello nazionale, ma immaginato come complementare e in grado di affiancarsi a quelle, di modo che il fornitore potesse scegliere se offrire i propri servizi nel rispetto della normativa nazionale applicabile o, in alternativa, nel quadro regolamentare europeo[95].

Nel testo definitivamente approvato, invece, il regime europeo è automatico e non facoltativo, unica via per lo sviluppo del fenomeno, che potrà così contribuire non solo «a fornire alle PMI l'accesso ai finanziamenti», ma anche «a completare l'Unione dei mercati dei capitali» (considerando 3).

La scelta definitiva del legislatore è stata dunque ben più *tranchant*[96]*:* la possibilità di scelta degli operatori è venuta meno, essendo divenuto il quadro comune volto ad incentivare l'espansione dei fornitori di servizi di *crowdfunding* di ineludibile operatività; rimane un fermo criterio orientatore il mantenimento dell'alta garanzia di tutela sia degli investitori che dei titolari di progetti[97].

La reale portata della regolamentazione europea, profondamente incisiva e fondamentalmente sostitutiva degli ordinamenti interni si desume dalla lettura dell'art. 48, par. 1[98]: a partire dal 10 novembre 2022[99] la legislazione europea assurgerà ad unica fonte normativa in materia, non solo a livello transfrontaliero, sostanzialmente soppiantando le singole regolamentazioni nazionali, che in pratica divengono "a scadenza"[100].

---

[95] In quest'ultimo caso, l'autorizzazione ottenuta ai sensi del Regolamento sarebbe potuta valere per la prestazione dei servizi sia del tutto all'interno di uno Stato, sia a livello transfrontaliero, mentre quella ottenuta ai sensi della normativa interna sarebbe stata revocata. L'idea sottesa consisteva nell'individuazione univoca di un marchio europeo per piattaforme di *crowdfunding* basato sugli investimenti e sui prestiti, «autonomo e su base volontaria, che le piattaforme [avrebbero potuto scegliere intendendo] esercitare un'attività transfrontaliera» (Commissione Europea, Relazione, cit., 6) grazie agli incentivi previsti dal Legislatore.

[96] I benefici dell'operatività unica a livello di Unione erano già individuati nella prospettiva «di ridurre notevolmente e in tempi rapidi i costi di accesso al mercato (i costi della regolamentazione e della vigilanza) per le piattaforme di crowdfunding che operano (o intendono operare) a livello transfrontaliero, poiché avrebbero bisogno di una sola autorizzazione.» Così si esprime la Commissione Europea, *Relazione,* cit., 6

[97] Cfr. in tal senso la Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, alla Banca Centrale Europea, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni del 8 marzo 2019, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, 6.

[98] Secondo cui «i fornitori di servizi di crowdfunding 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'art. 12, se tale data è anteriore».

[99] O fino al rilascio di un'autorizzazione di cui all'art. 12, se tale data è anteriore; o ancora, al più, dal 10 novembre 2023 qualora la Commissione (dopo una consultazione con l'ESMA) opti per l'esercizio del potere di adottare atti delegati finalizzati ad estendere il richiamato intertempo per un ulteriore periodo di 12 mesi.

[100] Se per un paio d'anni v'è la facoltà, per i fornitori di servizi, di (continuare ad) optare per il diritto nazionale applicabile, una volta trascorsa la data indicata, la facoltà richiamata termina, con conseguente costituzione dell'obbligo di adeguarsi (unicamente) alla legislazione europea. È riconosciuta agli Stati membri la pos-

Le norme appena considerate consegnano un quadro sostanzialmente stravolto rispetto alle formulazioni *in itinere* della proposta di Regolamento, che prevedevano, ad esempio, la compresenza di un doppio regime di regolazione del *crowdfunding* (uno a livello nazionale, l'altro eurounitario), o una facoltatività dell'opzione per la copertura normativa europea agli stessi fornitori di servizi[101].

Non veniva prevista una sostituzione o eliminazione delle normative nazionali da parte del nuovo Regolamento; un operatore avrebbe potuto chiedere l'autorizzazione secondo la normativa interna e operare solo a livello nazionale in virtù di quella; per poi eventualmente, avendo intenzione di operare a livello transfrontaliero, farsi autorizzare a livello UE. Oppure, lo stesso avrebbe potuto direttamente farsi autorizzare a livello UE, potendo immediatamente e indifferentemente operare su entrambi i versanti, vedendo così agevolata la propria attività, dal momento che si sarebbe evitato un doppio procedimento autorizzatorio[102].

Avendo il Regolamento eliminato tale possibilità nella sua versione definitiva, ci si chiede se tale scelta esorbiti dai canoni della proporzionalità e forse anche della sussidiarietà[103].

Nondimeno, guardando alle questioni sollevate da un punto prospettico opposto, proprio nella proposta intermedia del Parlamento, laddove orientata a prevedere un regime comune solo a livello transfrontaliero, lasciando autonomia di scelta a Legislatori (e operatori privati) dei singoli Stati membri, potevano generarsi e annidarsi potenziali profili di inadeguatezza della disciplina, ove non addirittura generatori di esiti infausti proprio per il mercato interno e il suo sviluppo: ciò per via di alcuni possibili "effetti collaterali", astrattamente verificabili come plausibile reazione alla nuova normativa da parte dei soggetti interessati (prestatori del servizio, offerenti, investitori), le cui azioni, singolarmente orientate al perseguimento di un interesse personale, determinano dei macro-effetti d'insieme e orientano l'andamento del fenomeno[104].

---

sibilità di agevolare l'ineludibile transizione prevedendo «procedure di autorizzazione semplificate per i soggetti che, al momento dell'entrata in vigore del […] regolamento, sono [già] autorizzati a norma del diritto nazionale a prestare servizi di crowdfunding» (art. 48, par. 2). Il considerando n. 6 del Regolamento individua nelle differenze tra le normative nazionali esistenti un "ostacolo" alla prestazione transfrontaliera di servizi di *crowdfunding*, con conseguente incidenza negativa sul funzionamento del mercato interno di tali servizi.

[101] Dalla formulazione dell'art. 1 è stato eliminato il seguente periodo, che invece era presente all'art. 2, par. 1, della versione intermedia: «il presente regolamento si applica alle persone giuridiche che hanno deciso di chiedere un'autorizzazione a norma dell'articolo 10 e ai fornitori di servizi di crowdfunding autorizzati a norma del medesimo articolo […]»

[102] Cfr. il considerando 9 della *Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019*, cit.

[103] Potrebbe ritenersi l'intervento del legislatore eccessivo, forse in grado di minare i sistemi di quegli Stati in cui, prima degli altri (come l'Italia, prima tra tutti), si era legiferato in materia di *crowdfunding* e lo sviluppo del fenomeno iniziava ad avviarsi.

[104] La dichiarata non sovrapposizione con gli ordinamenti nazionali, infatti, attesa la riconosciuta possibilità che i fornitori optassero per l'uno o l'altro regime: per un verso, avrebbe potuto comportare un fallimento della normativa dell'Unione, qualora gli operatori dei singoli Stati membri non avessero inteso superare il muro

Tra i possibili effetti indesiderati, si sarebbe potuto verificare una "variante" del *forum/law shopping*, sebbene più articolata e non esattamente sovrapponibile alla nozione tradizionalmente riconosciuta dello stesso[105].

4. *Alcune considerazioni*

L'uniformità di regime applicabile dovrebbe favorire il perseguimento della finalità di accrescere la confidenza nei confronti dei mercati finanziari e offrire parità di trattamento ad ogni prestatore del servizio.

Ne potrebbe derivare, quale possibile effetto secondario, una rinnovata considerazione di quest'ultimo come *gatekeeper*, ossia come intermediario reputazionale in grado, con le proprie scelte e azioni, di promuovere il consenso verso i mercati finanziari attraverso un monitoraggio e filtraggio delle prospettive di investimento più sane, ad esempio certificando accuratezza e credibilità delle informazioni rese dagli offerenti e da mettere a disposizione della platea di potenziali investitori[106].

In tal modo, si dovrebbero favorire: direttamente, gli stessi investitori, avvicinandoli ai mercati finanziari; indirettamente, la salute degli stessi mercati[107],

---

della diffidenza verso un nuovo apparato normativo di matrice eurounitaria, preferendo continuare ad esercitare le attività, proporre le offerte, investire a livello nazionale; per altro verso, avrebbe potuto rendere la permanenza dell'ambito di operatività degli ordinamenti nazionali – o, peggio, di alcuni di essi – solo diritto vigente ma non vivente (e vissuto).

[105] L'opzione per l'operatore non sarebbe stata tra più ordinamenti nazionali (sebbene astrattamente anche questa ipotesi si sarebbe potuta configurare), ma tra la regolamentazione interna e quella dell'Unione. Il diritto dell'Unione riconosce una possibilità, sia pure limitata, di *law shopping* (cfr. L. Boggio, *Certezza dei traffici e limiti al law shopping: la revocatoria fallimentare nel diritto UE*, in *Giur. It.*, 2016, 11, 2427), ma gli eccessi dello stesso, generatori di ingiustizie e disparità di trattamento, sono da contrastare, con conseguente sacrificio dei tratti distintivi dell'Unione: cfr. S. Mazzamuto, *Ricordo di Vincenzo* Scalisi, in *Europa e Diritto Privato*, 2019, 1, 96, che rammenta come il diritto europeo non possa «limitarsi a registrare le differenze tra i vari statuti nazionali". È stata anche evidenziata una doppia accezione del *forum/law shopping*. Ve ne sarebbe: uno "virtuoso", poiché esercitato al cospetto di ordinamenti giuridici che si pongono in reciproca «concorrenza» nell'attrazione degli imprenditori e degli investimenti stranieri»; uno lesivo degli interessi meritevoli di tutela, che si configura dunque come «pretestuoso o fraudolento». Così A. Leandro, *Il centro degli interessi principali del debitore tra regolamento (UE) 2015/848 e codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. Dir. Int.*, 2020, 2, 363 (cfr. ulteriori riferimenti bibliografici in proposito, spec. alle note 32 e 33).

[106] Sin dalla prima diffusione del fenomeno *crowdfunding* ci si è interrogati circa l'opportunità o la necessità di un *gatekeeper* e sulla sostenibilità economica per un gestore di una piattaforma: cfr. S. Rizzo, *Intermediari Finanziari ed* Equity Crowdfunding*: profili di compliance*, in *Riv. della Regolazione dei mercati,* 2014, 2, 306; C. Iovieno, *Il portale nell'*equity crowdfunding*: un nuovo* gatekeeper*? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e* statunitense, in *Diritto dell'Informazione e dell'Informatica*, 2016, 2, 4 ss., secondo il quale un gestore avrebbe diverse caratteristiche "naturali" che lo renderebbero un "certificatore". Più in generale sulla teoria dei *gatekeepers*, cfr. P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 318.

[107] Il duplice e contestuale intendimento di tutela sia dei clienti-investitori che del mercato e del suo funzionamento può essere rintracciato sin dall'esplicitazione degli obblighi informativi nel settore di riferimen-

raggiungendo infine l'intermediario i vantaggi (soprattutto in termini economici) derivanti dall'accreditamento come interlocutore solido e affidabile.

Una simile prospettiva si configurerebbe non già quale imposizione di diritto positivo (pur astrattamente possibile)[108], bensì come inevitabile e spontanea tendenza degli attori in gioco.

Merita un cenno una considerazione legata al ruolo che ha rivestito la vigente legislazione italiana nell'influenza, o comunque nell'orientamento delle scelte del legislatore europeo.

Attesa la sostanziale identità strutturale della fattispecie delineata dalla proposta di regolamento con quella codificata dal legislatore italiano, anche nei suoi elementi non necessari o archetipici, si potrebbe ragionevolmente sostenere che la "versione italiana" della regolazione dell'*equity crowdfunding* abbia rappresentato un indubbio punto di riferimento per le Istituzioni europee.

In senso contrario, deporrebbero gli elementi di differenziazione tra le due discipline – pur pochi, ma non irrilevanti – di cui si è dato atto[109].

La bontà e l'adeguatezza delle scelte del Legislatore europeo, in ogni caso, non potranno essere misurate nell'immediato. Gli effetti dell'applicazione pratica potranno essere indagati solo tra qualche anno.

Se l'assenza di un apparato normativo ancora in vari Paesi dell'Unione, così come l'incertezza su diversi aspetti, fanno sorgere il dubbio che le Istituzioni europee abbiano legiferato con una premura forse eccessiva, per altro verso va rilevata l'intuizione per la necessità di regolare un fenomeno che, attesi i presupposti, le modalità di funzionamento e i soggetti potenziali che potrebbe coinvolgere, potrebbe portare al duplice effetto dello sviluppo dei mercati finanziari e della diffusione transfrontaliera dei rapporti d'investimento, con conseguente spinta verso il mercato interno dell'Unione[110].

---

to: cfr. V. Scalisi, *Dovere di informazione e attività di intermediazione*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, 168; M. Cian, *L'informazione nella prestazione dei servizi d'investimento: gli obblighi degli intermediari*, cit., 215-216.

[108] Avviene così, ad esempio, negli Stati Uniti, dove la legislazione vigente prescrive che il gestore del portale per l'*equity crowdfunding* adotti una serie di comportamenti di monitoraggio, fino ad arrivare all'obbligo di interdizione di alcune offerte/proposte di investimento.

[109] D'altra parte, attesa la scelta quasi pionieristica del nostro ordinamento, il primo in Europa a dotarsi di un apparato regolatorio in materia, si potrebbe ritenere che il riferimento italiano sia stato quasi necessitato in virtù della sua "anzianità", quand'anche siano stati altri i Paesi dai quali la disciplina, di fatto, è stata mutuata, almeno in parte.

[110] In questa direzione, va salutata con favore la previsione non solo di un periodo transitorio che consenta ai soggetti interessati di adeguarsi al nuovo quadro normativo, ma anche della possibilità di attivare meccanismi di adattamento normativo, quasi dei correttivi per riallineare una fattispecie così magmatica con modalità semplificate, laddove ne emerga la necessità.

5. *Suggestioni conclusive: da un (nuovo) fine a uno strumento (piattaforma) perseguito al di là del fine?*

Le spigolature sinottiche, pur offerte senza pretesa di sistematicità, consentono di formulare qualche suggestione relativamente a quale sia stata la scelta e la direzione intrapresa dal legislatore eurounitario, più o meno esplicitamente, nonché a quale sia davvero l'interesse fondamentale sotteso al nuovo articolato normativo e se lo stesso caratterizzi il fenomeno *crowdfunding* – in particolare la tipologia *equity* – sin dalla genesi della sua manifestazione, o se piuttosto sia il frutto di una successiva scelta di diritto positivo.

Le ragioni dell'originaria diffusione dell'*equity crowdfunding* erano da rinvenirsi: nella promozione di nuove forme di investimento che consentissero, attraverso la negoziazione di titoli societari, di finanziare *start-up*, quasi sempre innovative e tradizionalmente escluse – per ragioni di andamento del mercato – dalle forme classiche di finanziamento e comunque al di fuori del circuito del merito creditizio; nella ricerca e nel coinvolgimento di nuovi investitori, classicamente al di fuori del circuito dei finanziatori nel mercato (per lo più per oggettiva mancanza di disponibilità patrimoniali) ma disposti a investire piccole somme in diversi progetti di investimento.

Tale peculiare *identikit* di (potenziali) finanziati e finanziatori non aveva consentito, fino a qualche tempo fa, che simili domanda e offerta si incontrassero attraverso le forme ordinarie di funzionamento dei mercati.

Una svolta in questo senso si è registrata, appunto, con l'avvento delle piattaforme online. Esse hanno reso possibile la convergenza di interessi tra loro speculari e in grado di essere reciprocamente soddisfatti ma che, fino ad allora, non avrebbero avuto strumenti per "incontrarsi". Rapidità, immediatezza, costi limitati, abbattimento del limite della distanza, (relativa) semplicità delle operazioni hanno reso possibile un fenomeno che, pertanto, ha avuto impulso per lo più dal basso, realizzando interessi che – sebbene meritevoli – erano ancora praticamente insuscettibili di soddisfazione, con conseguente intervento del legislatore successivo, volto a rincorrere e orientare una tendenza che già andava diffondendosi.

Le piattaforme per l'*equity crowdfunding*, dunque, hanno rappresentato lo strumento ideale e originario di attuazione di realtà di investimento nuove; i primi interventi legislativi in materia sono stati, così, l'occasione per far perseguire i (nuovi) fini con il (nuovo) mezzo.

In seguito, la pervasività di una simile tendenza ha raggiunto livelli tali che, con un salto (logico e di politica del diritto) forse passato sottotraccia, Legislatore e Autorità di regolazione hanno in qualche modo "perso per strada" – o quantomeno messo in second'ordine – la finalità originaria, che ha finito per essere scal-

zata da un'altra: la promozione e l'incentivo alla diffusione – *tout court* – del mezzo piattaforma online.

Ciò che prima era (solo) strumento per il perseguimento di altri obiettivi, si è lentamente assestato come oggetto stesso della (evoluzione della) legislazione, quale (nuova, implicita, forse neanche voluta *ex professo*) finalità nella *mens legis*[111].

Già il legislatore interno ha riorientato il diritto positivo in tal senso, notevolmente allargando le maglie di operatività della disciplina[112].

Raccogliendo il testimone, il legislatore eurounitario ha corroborato una direzione già intrapresa dagli ordinamenti nazionali. Lo "stile di vita"[113] impresso dal Regolamento, stando almeno alla *littera legis*, non è sembrato nel senso di facilitare in maniera inequivoca – ad esempio – *start-up* nell'ottenimento di finanziamento o particolari categorie di (nuovi, potenziali) investitori[114].

Per questo, dall'indagine condotta sul nuovo apparato normativo potrebbe desumersi che l'intento sia stato quello di promuovere – non già un fine sull'oggetto o sui soggetti coinvolti nella fattispecie di investimento finanziario, bensì – uno strumento per la conclusione dei negozi nei mercati finanziari: la piattaforma.

La ricerca di precisi "indici normativi" all'interno del Regolamento, specie nella parte dei considerando, in cui il legislatore eurounitario proclama i fini perseguiti, sembrerebbe confermare la ricostruzione proposta[115].

Non si rinviene nel Regolamento un'indicazione sui negozi tipici da promuovere, o sulle categorie soggettive (investitori e titolari di progetti da finanziare) destinatarie (quantomeno prevalentemente) dell'intervento. Il fine dichiarato *apertis verbis* è, invece, più generalmente, quello di «promuovere i servizi transfrontalieri di *crowdfunding* e di agevolare l'esercizio della libertà di offrire e ricevere tali servizi nel mercato interno» (considerando n. 7).

---

[111] Si è verificata così una sorta di eterogenesi dei fini. La ragione di una simile tendenza potrebbe essere individuata nell'acquisizione di una certa consapevolezza che lo strumento della piattaforma aveva ed ha potenzialità tali da poter agevolare il perseguimento (anche) di altre finalità.

[112] Cfr. *supra*, par. 2, *passim.*

[113] Deve intendersi per «stile di vita» una (nuova) direzione intrapresa dal legislatore, verso la quale orientare i consociati, un nuovo «modello dichiarato»: cfr. A. Gorassini, *Analisi economica del diritto: chiose sul ruolo attuale di un metodo nella responsabilità civile*, in *Panorami*, 2001, 39; Id., Un percorso random nella postmoderna città del diritto alla ricerca della via maestra del terzo settore, in (a cura di) M. Schirripa, Il Terzo settore e la stella del no profit. Corso di Diritto Civile anni 2016-2018 nel ricordo del prof. Sebastiano Ciccarello, ESI, 2019, 73 ss., *passim*. Dallo stile di vita si distingue il tipo di vita realmente vissuto, quale manifestazione effettiva del diritto, *ius vivens*.

[114] Questa finalità, semmai, potrebbe rivelarsi un effetto naturale dell'impianto normativo.

[115] Innanzitutto, in diversi punti del documento normativo viene rilevata la sussistenza di differenze tra le singole regolamentazioni nazionali di non poco momento. Sebbene i «regimi nazionali specifici in materia di *crowdfunding*» introdotti da diversi Stati membri siano qualificati come «adeguati alle caratteristiche e alle necessità dei mercati e degli investitori locali» (così Considerando n. 5), le differenze tra quelli vengono considerate «tali da ostacolare la prestazione transfrontaliera di servizi di crowdfunding»; la frammentazione del quadro giuridico «lungo i confini nazionali» è dunque ravvisata come potenzialmente problematica sotto questo profilo (così il successivo Considerando n. 6).

Andando alla ricerca dei riferimenti, nel testo, ai potenziali destinatari delle disposizioni, si incontrano espressioni parimenti generali[116].

Il mercato interno, *recte* l'unione dei mercati di capitali, nella *mens legis,* è dunque il fine ultimo, da perseguire facilitando un accesso al *crowdfunding* a maglie larghe, sia dal lato degli investitori che degli offerenti/finanziati. Non c'è un diverso fine "mediato", con focalizzazione a particolari categorie di destinatari.

E allorquando si rinvengono nel testo tracce in tal senso, queste appaiono quasi come "refusi", spunti declamatori privi di rilevanza effettiva nella costruzione della fattispecie[117]. È interessante osservare, a tal proposito, che scorrendo l'intero testo del Regolamento, il termine "*start-up"* si rinviene solo quattro volte, tra l'altro sempre e solo nei considerando[118], così confermandosi che gli sparuti cenni non sono un preludio di specifica attenzione nelle fattispecie di finanziamento introdotte, ma un mero retaggio di diverse considerazioni – provenienti anche dalle esperienze normative nazionali – che poi non hanno trovato diritto di cittadinanza nella legislazione eurounitaria[119].

Le suggestioni esplicitate troverebbero poi conferma anche nelle disposizioni definitorie di cui all'art. 2, par. 1: la lettera a) della disposizione citata, prima di dettagliare le singole, specifiche, attività in cui consiste il "servizio di crowdfunding", ne perimetra comunque il raggio operativo con un generico riferimento all'abbinamento di (interessi riconducibili ad) attività economiche di investitori e titolari di progetti. Questi ultimi sono definiti alla successiva lettera h) come "ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di *crowdfunding*": sarebbe stato difficile elaborare una formulazione più generica e omnicomprensiva.

---

[116] Come quella per cui il regolamento «mira a promuovere le attività transfrontaliere di finanziamento alle imprese» (considerando n. 8), rimanendo esclusi i servizi di *crowdfunding* relativi all'erogazione di credito ai consumatori. Al di fuori di questi ultimi, pertanto, ogni "impresa" – espressione, questa, omnicomprensiva – deve considerarsi oggetto di attenzione del legislatore UE.

[117] Il riferimento, in particolare, è alla facilitazione delle attività e dell'accesso ai finanziamenti per le *start-up*, di cui si rinviene un timido cenno nel considerando n. 54; cenno che però rimane (incoerentemente) isolato, visto che in nessun'altra formulazione si rinviene una precisa indicazione o conferma di attenzione a tali categorie soggettive di potenziali destinatari della norma.

[118] Segnatamente ai considerando 1, 3, 15 e 54. Peraltro, quasi tutti i riferimenti hanno portata eminentemente descrittiva di tendenze del mercato, senza che possa individuarsi neanche un'indicazione in senso ottativo per lo sviluppo dell'economia di tali peculiari figure. L'unica espressione (al considerando 54) relativa all'auspicio di «un accesso agevole e rapido ai mercati dei capitali» vede incluse *start-up* e PMI e, in ogni caso, è delimitata alla questione della non sottoposizione ad approvazione da parte delle autorità competenti della scheda contenenti le informazioni chiave sull'investimento.

[119] Almeno due volte su quattro, infatti, il termine in questione è utilizzato dal redattore del testo semplicemente per una generica descrizione della tendenza del fenomeno *crowdfunding*. Anzi, al considerando 15 sembra quasi che il legislatore voglia prendere le distanze da, o comunque evidenziare le differenze tra non meglio precisate «offerte iniziali di moneta», potenzialmente in grado di finanziare *start-up* e *scale-up* innovative accelerando il trasferimento di tecnologia, e i «servizi di *crowdfunding* disciplinati a norma del […] regolamento», che invece avrebbero caratteristiche «considerevolmente» differenti.

Quanto ai potenziali investitori, invece, basti osservare che il considerando n. 10 indica i servizi di *crowdfunding* come «aperti a un gruppo illimitato» degli stessi[120].

Dagli elementi normativi passati in rassegna, allora, si può forse inferire la perdita di centralità dell'intendimento – originariamente primario – di promuovere un circuito di rapporti nuovi rispetto ai tradizionali strumenti di finanziamento alle imprese e di negoziazione di titoli, orientato sul tentativo di offrire innovativi e peculiari meccanismi di investimento e di "garanzia" (*lato sensu*) dal basso a soggetti altrimenti impossibilitati a trovare ingresso nei meccanismi classici.

L'attenzione a particolari soggetti tradizionalmente "*underbanked*" (o del tutto "*unbanked*") si è affievolita, insieme alla volontà di promuovere gli investimenti in settori innovativi; è rimasto il potenziale – già sperimentato ma non ancora pienamente attuato – delle nuove forme di investimento, da perseguire a questo punto per una platea amplissima di interessati[121].

Accorgendosi di un peculiare e nuovo "tipo di vita", intravedendo un fenomeno nato "dal basso", il legislatore avrebbe potuto: intervenire ricercando e formulando gli strumenti normativi per incentivare il suo fine specifico, *recte* di genesi; ovvero, non imprimere alcuna direzione da far intraprendere all'ordinamento con una scelta di diritto positivo, limitandosi a "prendere atto" dell'esistente.

Forse nessuna delle due ipotesi può dirsi configurata e, piuttosto, si è assistito ad un intervento del legislatore che, prendendo atto delle potenzialità di uno strumento, al di là delle finalità specifiche che tale mezzo avrebbe potuto (meglio) garantire, ha scelto di concentrarsi su di esso, estendendone l'area di operatività, poiché riconosciuto idoneo ad una più generale diffusione del mercato.

Ricostruendo la fattispecie introdotta (*rectius*, decostruendola) per ricercarne l'interesse fondamentale sotteso[122], potrebbe essere proprio il cambiamento di quest'ultimo ad adombrare il mutamento di impostazione delle scelte legislative, guardando al passaggio dalla normativa nazionale a quella dell'Unione.

Non c'è più un nuovo fine – intravisto agli albori dello sviluppo dell'*equity crowdfunding* – di cui perseguire la realizzazione; ci sarebbero – piuttosto – fini tradizionalmente già assestati nell'ordinamento, da realizzare (ancor più) con strumenti nuovi[123].

---

[120] Con riguardo ai titoli, si rimanda *supra* al par. 2.2.

[121] Non può essere però eliminato il rischio – anche in questo caso con un'eterogenesi dei fini – che la facilitazione (e la convenienza) agli investimenti tramite piattaforme di *equity crowdfunding* anche per investitori e offerenti già in confidenza con i mercati finanziari produca l'effetto contrario di allontanare dal settore proprio quei soggetti che, in origine, si sarebbero potuti maggiormente attrarre.

[122] L'impostazione teorico-dogmatica seguita è quella di A. Falzea, *op. cit.*, 96 ss., spec. 121, secondo cui "interrogando" la componente di valore dell'effetto giuridico l'interprete dovrebbe individuare l'ulteriore elemento – spesso implicito – dell'interesse fondamentale della fattispecie, quale orientamento teleologico della scelta di diritto positivo.

[123] Prima il (nuovo) fine giustificava (e fondava) il mezzo; ora (ormai) il mezzo è promosso al di là del fine, o comunque per raggiungere altri (più generali e da tempo dichiarati) fini.

Pasquale Cuzzola - Abstract

Il nuovo Regolamento Europeo sul crowdfunding: note a prima lettura e sguardo sinottico alla normativa interna

Il complesso fenomeno del *crowdfunding* è stato oggetto di attenzione sempre maggiore da parte delle Istituzioni europee, che hanno scelto di legiferare occupandosi delle modalità *lending-based* ed *equity* con il Regolamento n. 1503/2020. L'Italia, dal suo canto, è stata il primo paese Europeo ad occuparsi dell'*equity crowdfunding*, già nel 2012.
Il presente contributo intende esaminare gli aspetti fondamentali della disciplina eurounitaria, dedicando poi alcuni *focus* di confronto con la normativa interna italiana. Passando per la fondamentale questione della qualificazione del servizio, emergerà come i tratti caratterizzanti della disciplina si ricavano già considerando il peculiare *iter* legislativo che ha condotto all'approvazione definitiva.
Inoltre, ci si chiede se lo sviluppo del *crowdfunding* e la direzione intrapresa dal legislatore UE non rischino di far venir meno la portata innovativa originaria e la capacità di intercettare interessi e soggetti nuovi, estranei ai circuiti classici del mercato, dal fenomeno *crowdfunding*; la piattaforma per la realizzazione del *crowdfunding*, infatti, avrebbe le potenzialità per configurare non già un nuovo strumento per perseguire interessi "classici" e immutati, ma un volano per lo sviluppo di nuovi fini e nuove fattispecie.

The new European Regulation on crowdfunding: remarks and synoptic analysis to the Italian legislation

The complex phenomenon of crowdfunding was increasingly attentioned by the European Institutions, which have chosen to regulate the lending-based and equity crowdfunding through the European Regulation n. 2020/1503. Italy, for its part, was the first European country to legislate on equity crowdfunding since 2012.
This contribution aims to deepen the fundamental aspects of the aforementioned EU legislation, focusing on some of them related to the Italian regulation. Moving through the fundamental question of the qualification of the service, it will be highlighted that the main features of the regulatory framework can be already found in its legislative process. Furthermore, this leads to the question whether the development of crowdfunding and the choice taken by the EU regulator can be dangerous for the same crowdfunding phenomenon in terms of undermining the original innovative aim and frustrating the ability to intercept new interests and news subjects (extraneous to the classic market circuits); the crowdfunding platforms would have indeed the potential to represent an instrument for the development of new purposes instead of "classic" and unchanged interests.