

La disciplina italiana dell'*equity crowdfunding*: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema

Pasquale Cuzzola

SOMMARIO: 1. Il fenomeno *equity crowdfunding* e la scelta del legislatore italiano. – 2. Procedimento e struttura della fattispecie nella disciplina vigente. – 3. Possibili criticità assiologiche e “varianti” tipologiche. – 4. Obblighi del gestore: una base comune. – 5. (*Segue*): Obblighi specifici per singola “variante” e fase contrattuale. – 6. Per una qualificazione del servizio del gestore. – 7. Valore dell'informazione e responsabilità del gestore. – 8. (*Segue*): Fornitore (terzo) dell'algoritmo per il funzionamento del portale. – 9. La tutela rimediale dell'investitore. – 10. Limiti della responsabilità e casi incerti; informazione e interesse fondamentale della fattispecie. – 11. Un ultimo *quid*: gestore del portale come *gatekeeper*?

1. Il fenomeno *equity crowdfunding* e la scelta del legislatore italiano

Da qualche anno il legislatore italiano, precedendo le altre realtà europee¹, è intervenuto per disciplinare l'*equity crowdfunding*, una fattispecie di investimento che si realizza con la raccolta di capitali di rischio per mezzo di portali *online*².

¹ L'Italia è stata in Europa il primo Paese (per diversi anni rimasto anche l'unico) ad aver adottato una disciplina esplicita in materia, laddove nella maggior parte degli altri Stati il fenomeno era piuttosto fatto rientrare nell'alveo di istituti già esistenti. Tra i 28 Paesi dell'Unione, solo 11 si sono dotati di una regolamentazione specifica (cfr. il seguente link: <https://www.crowd-funding.cloud/it/normativa-europea-403.asp>). V'è un recente rapporto in merito alla regolamentazione generale sul *crowdfunding* all'interno dell'Unione Europea: EUROPEAN CROWDFUNDING NETWORK, ECN Review of Crowdfunding Regulation 2017, ECN, 2017. V. altresì 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. Per una visione d'insieme, invero assai critica, estesa ad altri Paesi del mondo, anche al di fuori dell'Europa, cfr. G.A. Gabison, *Equity crowdfunding: All regulated but not equal*, in *DePaul Business Commercial Law Journal*, 2015, 13(3), 359-410.

² Il *crowdfunding* rappresenta un effetto delle opportunità offerte dall'estensione della rete. La possibilità di un maggiore e più facilitato incontro tra soggetti (e tra gli interessi degli stessi), anche distanti tra loro e appartenenti a Paesi diversi, è alla base della genesi “dal basso” del fenomeno. Si tratta di un settore non “generato” dall'ordinamento per scelta di diritto positivo, ma in cui l'intervento del diritto è (solo) successivo ad un

Si tratta di una *species* del *crowdfunding*, quale raccolta di risparmio³ presso una pluralità di soggetti – che si “incontrano” sul *web* grazie a “piattaforme” o “portali”⁴ – finalizzato alla realizzazione di progetti e interessi di vario genere: imprenditoriali o personali, filantropici, patrimoniali e non patrimoniali⁵.

Ne sono tratti caratteristici: l'importo spesso non elevato dei contributi ripetuti a fronte della presenza di una moltitudine di sostenitori di un'iniziativa o di un progetto; la presenza di una piattaforma *on line* quale luogo in cui si sviluppano richieste e adesioni ai progetti di raccolta e che elimina la necessità di intermediari⁶.

Il *crowdfunding*, sviluppatosi in maniera esponenziale negli ultimi anni⁷, si inserisce nell'alveo del *FinTech*, macrofenomeno di sviluppo sempre più articolato

primo sviluppo e volto a sussumerne le molteplici varietà nell'alveo di istituti giuridici già vigenti o a regolarne gli aspetti più incerti.

³ Quasi sempre sotto forma di finanziamento pecuniario, anche di modesta entità.

⁴ La presenza di un soggetto estraneo al rapporto fondamentale che si instaura tra i richiedenti le somme (a vario titolo) e la folla dei “finanziatori”, che scelgono di “investire” nel progetto, è un elemento costante: l'incontro tra domanda “alla folla” e offerta di fondi da parte di quest'ultima avviene per il tramite di un soggetto terzo, che veicola e soddisfa l'esigenza di un corretto incontro tra l'una e l'altra. Ciò grazie alle *online platforms*, il cui sviluppo è una precisa tendenza attuale nel campo dei servizi prestati via *internet*: A. De Franceschi, *Le piattaforme online nel mercato unico digitale: il caso Uber*, in Seminari di Diritto Privato promossi e diretti da Pietro Sirena, Università Bocconi, 22 giugno 2016, reperibile al seguente *link*: https://agenda.unibocconi.it/eventi/attach/7_De_Franceschi20171106125305.pdf, 1, parla in proposito di «motori di innovazione»; cfr. sul punto anche M. Colangelo, V. Zeno-Zencovich, *Online Platforms, Competition Rules and Consumer Protection in Travel Industry*, in *Journal of European Consumer and Market Law*, 2016, 75 ss.

⁵ Il termine è il risultato di una parola composta: *crowd* (folla) – *funding* (finanziamento). Diversi aspetti della definizione proposta si rinvergono nel documento 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*: <http://www.consob.it/web/investor-education/crowdfunding>), 2, che identifica il *crowdfunding* come «il processo con cui più persone (“folla” o *crowd*) conferiscono somme di denaro (*funding*), anche di modesta entità, per finanziare un progetto imprenditoriale o iniziative di diverso genere utilizzando siti *internet* (“piattaforme” o “portali”) e ricevendo talvolta in cambio una ricompensa». Si riscontrano il *lending-based*, il *donation-based*, il *reward-based*, l'*equity-based crowdfunding* (ogni tipologia può svilupparsi in commistione con le altre). Il *lending-based crowdfunding* rappresenta l'ipotesi classica di versamento a titolo di mutuo di una somma di denaro da parte di una pluralità di prestatori ad un soggetto finanziato, per la realizzazione di molteplici e variegati obiettivi; si tratta di un finanziamento di debito che avviene in modalità *peer-to-peer*. Nel *donation-based crowdfunding* vi è un versamento gratuito di somme, così realizzandosi un'ipotesi di liberalità per il perseguimento di finalità caritatevoli, filantropiche, o di altro genere. Nel *reward-based* il finanziamento pecuniario scaturisce dall'adesione ad un progetto e viene ricambiato con una forma di ricompensa (materiale o immateriale) talvolta commisurata all'entità dell'offerta. Cfr. per una descrizione generale P. Piantavigna, *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Riv. Dir. Fin. e scienza delle finanze*, 2014, 2, 264 ss.; P. Lucantoni, *La raccolta di capitali tramite portali: l'equity-crowdfunding*, in *Aa.Vv., I diversi settori del Fintech. Problemi e prospettive*, a cura di E. Corapi, R. Lener, Padova, 2019, 133 ss.

⁶ L'importanza del ruolo della piattaforma per facilitare la raccolta è evidenziata da IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, febbraio 2017 (reperibile al seguente *link*: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD554.pdf>), 11.

⁷ Tra i fattori del richiamato sviluppo (forse non della vera e propria genesi: le prime manifestazioni del *crowdfunding* si erano registrate, infatti, già nel 2005: cfr. A. Schwienbacher, B. Larralde, *Crowdfunding of small entrepreneurial venues*, in *The Oxford handbook of entrepreneurial finance*, New York, 2012, 371) vi sono la crisi economica esplosa poco più di dieci anni fa, nonché i balzi in avanti compiuti da *internet* e comunicazioni digitali, che hanno generato un aumento di “prossimità” (cfr. A. Laudonio, *La folla e l'impresa: prime*

to e complesso del settore finanziario in quanto favorito dalle applicazioni tecnologiche⁸. L'Unione Europea ne intravede le potenzialità di veicolo per il perseguimento e lo sviluppo del mercato unico dei capitali tra gli Stati membri⁹.

Anche a motivo di ciò, la Commissione Europea dal 2018 ha avviato un procedimento legislativo finalizzato all'adozione di un regolamento europeo sul *crowdfunding*¹⁰.

riflessioni sul crowdfunding, in *Orizzonti Dir. Comm.*, 2014, 2, 13) e, quindi, di possibilità di incontro tra interessi complementari.

⁸ Il termine *FinTech* scaturisce dalla crasi dell'espressione *Financial Technology*. Se ne occupano da tempo le Istituzioni europee: cfr. Commissione Europea, *Staff working Document Crowdfunding in the EU Capital Markets union*, Bruxelles, 2016, 12; il Parlamento europeo ha invitato l'*European Supervisory Authority* a monitorare gli sviluppi tecnologici, analizzando rischi e benefici per investitori e consumatori (cfr. 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), nonché la Commissione Europea a «elaborare un piano d'azione globale in materia di *FinTech* nel quadro delle sue strategie per l'Unione dei mercati dei capitali e per il Mercato unico digitale». Anche l'Organizzazione internazionale delle commissioni dei valori mobiliari se n'è interessata: v. IOSCO, *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*, cit.; per un tentativo di inquadramento sistematico del fenomeno *FinTech* e per altri riferimenti bibliografici, 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*, a cura di Giappichelli, 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. Sottolinea la crescente velocità dell'evoluzione del settore in questione, cui fa da contraltare la fatica del legislatore di stare al passo, G. Alpa, *Fintech: un laboratorio per i giuristi*, in *Contratto e impresa*, 2019, 2, 378.

⁹ La Commissione, nella Comunicazione del 08.03.2018, *Completare l'Unione dei mercati dei capitali entro il 2019 - È tempo di accelerare la realizzazione*, ha esplicitamente indicato il conseguimento di un marchio europeo per piattaforme di *crowdfunding* basato sugli investimenti e sui prestiti quale misura di progresso e finalizzata all'integrazione dei mercati dei capitali. Con altra Comunicazione di pari data, *Piano d'azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, 6, la Commissione ha evidenziato che l'assenza di un quadro UE comune ostacolerebbe «la capacità dei fornitori di servizi di *crowdfunding* di crescere nel mercato unico, soprattutto a causa di approcci nazionali divergenti». Ancor più recentemente, sempre la Commissione, nella 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*, ha qualificato la proposta di regolamento come misura legislativa di «sostegno alle imprese e agli investitori» grazie a «regole più chiare e più semplici». Essa potrebbe così rafforzare la competitività dell'Eurozona: cfr. D. Siclari, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2016, 4, 481.

¹⁰ *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>), trasmessa al Parlamento europeo, in seno al quale (a seguito delle integrazioni e verifiche della Commissione per i problemi economici e monetari) è stato approvato un testo modificato in data 27.03.2019: *Relazione 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), 9 novembre 2018, 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) trasmessa al Consiglio, alla Commissione e ai Parlamenti nazionali. La procedura legislativa è ancora *in itinere* (fase di prima lettura della procedura ordinaria), ma recentemente le Istituzioni hanno annunciato un'imminente conclusione, grazie anche al contributo dell'*European Crowdfunding Network*, un'associazione che ha pubblicato (in data 2.10.19) un *Position Paper, Proposed Regulation on European Crowdfunding Service Providers (ESCP) for Business* (disponibile sul sito www.eurocrowd.org), formulando una serie di proposte per intervenire sul testo. Al momento in cui si consegna il presente scritto

Con specifico riguardo all'*equity crowdfunding*, unica tipologia esplicitamente disciplinata dal legislatore italiano, le operazioni si sostanziano in sottoscrizioni, da parte dei finanziatori, di quote sociali offerte dai richiedenti. Il ritorno economico auspicato dalla folla dei finanziatori consiste nell'incremento degli utili che la società finanziata sarà in grado di ottenere.

Peraltro, in virtù delle modifiche intervenute con la Legge di Bilancio per il 2019, che ha incisivamente innovato la disciplina, è possibile ormai per gli offerenti collocare anche strumenti finanziari di debito, sebbene la possibilità sia limitata solo ad alcune tipologie di investitori¹¹.

Estraneo al rapporto che si instaura tra i richiedenti le somme (a vario titolo) e la folla dei "finanziatori" che scelgono di "investire" nel progetto¹², ma nondimeno parte fondamentale nella fattispecie di *equity crowdfunding*, è il gestore della piattaforma, che può essere o meno l'intermediario finanziario autorizzato al perfezionamento dell'investimento.

Il rapporto giuridico del gestore con la folla dei finanziatori e dei richiedenti-offerenti non è di agevole inquadramento. La sua attività, in ogni caso, produce un effetto moltiplicatore dei rapporti tra soggetto richiedente e finanziatori: ciò che astrattamente potrebbe non essere indispensabile, diviene elemento caratterizzante del fenomeno, tanto spontaneamente nella prassi, quanto per esplicito intervento normativo¹³.

Elementi di incertezza e complessità riguardano altri aspetti della fattispecie, non sempre oggetto di espressa disciplina positiva, riflettendosi anche nelle ipotesi di responsabilità in caso di lesione degli interessi coinvolti nei rapporti¹⁴.

dopo la revisione definitiva, dopo la risposta della Banca centrale europea alla richiesta di parere del Consiglio del febbraio 2020, risulta confermata una formulazione finale della proposta di Regolamento datata 17 aprile 2020: *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*, da sottoporre ad approvazione, dunque in vista dell'accordo definitivo ("*final compromise text with a view to agreement*").

¹¹ Questo aspetto – su cui si dirà meglio *infra* – costituisce la più importante novità della richiamata Legge di Bilancio, n. 145/2018. La nuova previsione è stata acquisita anche nella legislazione secondaria: il Regolamento è stato infatti all'uopo modificato con la Delibera Consob n. 21110 del 10 ottobre 2019 (pubblicata in G.U. n. 251 del 25.10.2019). Per una tesi a sostegno dell'opportunità di un intervento del legislatore europeo, con l'auspicio di un'armonizzazione delle differenti discipline degli Stati membri dell'Unione, cfr. E. D'Ippolito, M. Musitelli, A. Sciarone Alibrandi, *Protecting Crowdfunders: Is a MiFID-Mimicking Approach Appropriate?*, in *European Company Law*, 2016, vol 13, 1, 27 e 36.

¹² Il virgolettato evidenzia l'accezione atecnica con cui si intendono i termini riportati, in quanto sintesi di diverse tipologie di fattispecie possibili.

¹³ La stessa European Banking Authority, definendo il *crowdfunding*, evidenzia come la richiesta al pubblico di finanziamenti avvenga tipicamente per mezzo di una piattaforma *online*, che consente ed agevola l'incontro tra richiedenti e soggetti disposti a finanziare i progetti. Cfr., con specifico riferimento al *lending-based crowdfunding*, M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di Economia e Finanza* (Occasional papers) – Banca d'Italia, 2017, 7.

¹⁴ L'incertezza non contribuisce a promuovere la confidenza e stimolare il ricorso a questi strumenti da parte dei potenziali fruitori. A ciò si aggiungano i rischi legati più in generale all'andamento dei mercati e alla

2. Procedimento e struttura della fattispecie nella disciplina vigente

La disciplina vigente in materia di *equity crowdfunding* consta di un doppio livello normativo: alle fonti di rango primario si affiancano quelle regolamentari provenienti dall'Autorità di Vigilanza.

All'interno del T.U.F.¹⁵ si rinvencono due articoli, introdotti dal legislatore nel 2012¹⁶ e, successivamente, a più riprese modificati.

Collocato nel titolo sulla gestione collettiva del risparmio, l'art. 50-*quinques* prevede la fattispecie di «gestione di portali per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali»¹⁷.

L'art. 100-*ter*, rubricato «Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali», descrive in sintesi le caratteristiche dell'oggetto dell'offerta, nonché le categorie di soggetti offerenti e le deroghe ad alcune regole di diritto societario.

La disciplina di dettaglio si rinviene nel Regolamento Consob adottato con Delibera n. 18592 del 26 giugno 2013¹⁸ (al quale ci si riferirà segnatamente nel prosieguo del presente lavoro ogni qualvolta si indicherà per *brevitas* solo Reg. Consob, senza ulteriore specificazione), cui le stesse richiamate disposizioni di fonte primaria fanno rinvio.

protezione dei consumatori da eventuali frodi, o comunque da impiego di risorse senza adeguate tutele giuridico-economiche.

¹⁵ La stessa collocazione della fattispecie all'interno del Decreto legislativo n. 58 del 24 febbraio 1998 ne evidenzia la natura finanziaria. Con riguardo alla predetta qualifica, sebbene tanto il Testo Unico Bancario (all'art. 10, comma 3) quanto il Testo Unico della Finanza (all'art. 18) facciano riferimento alla nozione di "attività finanziaria", nessuna delle disposizioni richiamate ne definisce il perimetro (lo stesso elenco delle attività finanziarie formulato dall'art. 106 T.U.B. non può ritenersi esaustivo). Tentando di ricostruire il significato di attività finanziaria, la dottrina ha ricostruito due approcci, l'uno alternativo all'altro. Secondo una prospettiva ampia, rientrerebbero nel novero di attività finanziaria «tutte le attività che hanno attinenza con il mercato dei capitali» e anche al di fuori di quelle che «si traducono in una vera e propria attività di *intermediazione* di ricchezza, di denaro, o di prodotti finanziari»; diversamente, stando ad un approccio più selettivo, solo queste ultime (quelle cioè che «danno luogo ad una vera e propria attività di intermediazione di capitali, o dei relativi strumenti») «dovranno intendersi come attività finanziarie». Così sintetizza le due posizioni F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2017, 3, che aderisce alla prospettiva più elastica.

¹⁶ Specificamente con l'art. 30 del D.L. n. 179 del 18.10.2012 (c.d. «Crescita bis»), convertito con L. 17 dicembre 2012, n. 221.

¹⁷ Tale denominazione, con le relative conseguenze, è frutto in realtà di diversi interventi normativi che hanno esteso l'ambito soggettivo di applicabilità della raccolta di capitali, originariamente consentita solo a *start-up* innovative, PMI innovative e altri soggetti (OICR e società di capitali) che investivano prevalentemente in *start-up* e PMI innovative. Le modifiche intervenute si devono, in ordine cronologico, all'art. 4 del D.L. n. 3 del 24.1.2015, convertito con modificazioni dalla L. n. 33 del 24.3.2015; alla L. n. 232 dell'11.12.2016; all'art. 18 del d.lgs. n. 112 del 3.7.2017; all'art. 2 del d.lgs. n. 129 del 3.8.2017.

¹⁸ Tale regolamentazione secondaria è stata adottata dopo un'articolata fase di consultazione. Per E. Fregonara, *Il crowdfunding: un nuovo strumento di finanziamento per le start up innovative*, in *Orizzonti Dir. Comm.*, 2014, 8, l'Autorità di vigilanza ha «operato, da un lato, seguendo in modo rigoroso ed ordinato la delega contenuta nel Decreto crescita bis, dall'altro accogliendo nel testo del provvedimento i suggerimenti pervenuti dai protagonisti del settore che hanno partecipato ad un questionario conoscitivo.»

L'intero impianto normativo è stato interessato da diversi interventi di modifica¹⁹; esso individua un procedimento formalizzato per la raccolta di capitali di rischio tramite portali *online*. Prende avvio dalla decisione di una società²⁰ di offrire i propri titoli azionari e così finanziare un progetto, un'idea imprenditoriale. Essa, in tal modo, trasferisce le proprie quote sociali (a seguito della delibera di un aumento di capitale), acquisendo nuovi soci, ossia gli investitori-finanziatori. Dopo il già richiamato intervento del legislatore nella Legge di Bilancio 2019, sarà possibile anche offrire obbligazioni o titoli di debito²¹.

¹⁹ Alle norme così delineate hanno fatto séguito, a distanza di pochi anni, diversi interventi di modifica, sia delle norme di rango primario che della regolamentazione Consob. Dopo la prima previsione esplicita della fattispecie si sono susseguiti poi: l'art. 4 del D.L. n. 3 del 24.01.2015 (c.d. «Crescita 3.0» o «Investment Compact», conv. con L. 33/2015, che ha incluso nel novero dei potenziali offerenti PMI innovative, OICR e SICAV che investono prevalentemente in *start-up* innovative ed in PMI innovative); l'art. 1, comma 70, della legge di bilancio 2017 (n. 232 dell'11.12.2016), meglio specificato dall'art. 57 del D.L. n. 50 del 24.04.2017 (c.d. «Correttivo», che ha esteso la categoria di possibili emittenti a tutte le PMI); il D. Lgs. n. 112 del 03.07.2017 (che ha esteso la disciplina alle imprese sociali a particolari condizioni); il D. Lgs. n. 129 del 03.08.2017, che ha recepito la Direttiva 2014/65/UE, c.d. MiFID II, adottando la disciplina alle previsioni in essa contenute; il d.gs. n. 165 del 25.11.2019 (c.d. «correttivo MiFID»), che è intervenuto sull'art. 50-*quinquies* del T.U.F. Gli interventi regolatori della Consob successivi al Regolamento adottato con Delibera n. 18592 del 26.06.2013 sono le delibere di modifica: n. 19520 del 24.02.2016; n. 20204 del 29.11.2017; n. 20264 del 17.01.2018. I predetti interventi derivano dall'adeguamento alle novità introdotte dalla MiFID II (cfr., in proposito, E. Macchiavello, *La travagliata evoluzione*, cit., 140) e dal costante monitoraggio successivo. Più di recente, v'è stato un intervento di adeguamento del Regolamento alle novità previste dalla Legge di Bilancio 2019 (art. 1, comma 238, L. 30.01.2018, n. 145, intervenuto sull'art. 100-*ter* del T.U.F.). Il regolamento è stato modificato con Delibera n. 21110 del 10.10.2019, dopo una fase di consultazione pubblica (i dettagli della procedura sono disponibili sul sito Consob). Tra le novità di maggior rilievo (su cui v. *infra*) si annoverano l'apertura al mercato secondario, ma soprattutto la possibilità di collocare strumenti finanziari di debito. Da ultimo, la più recente Delibera n. 21259 del 6.2.2020 è intervenuta per adeguare il Regolamento alle novità derivanti dalle modifiche apportate all'articolo 50-*quinquies* T.U.F. dal d.lgs. n. 165 del 25 novembre 2019 (c.d. «correttivo MiFID») sotto il profilo della responsabilità del gestore, eliminando l'alternativa dell'adesione ad un sistema di indennizzo in luogo della copertura assicurativa.

²⁰ Per poter ricorrere al finanziamento mediante portali è necessario rientrare in una delle ipotesi elencate dall'art. 2, comma 1, lett. c, Reg. Consob. La possibilità era prima riconosciuta solo a *start-up* innovative e PMI innovative (di cui all'art. 25, commi 2 e 4, del D.L. 18 ottobre 2012, n. 179), nonché a chi avesse investito in esse, in quanto Organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali, rispettivamente definiti alle lettere e) ed f) dell'articolo 1, comma 2, del decreto del Ministero dell'economia e delle finanze 30 gennaio 2014. Detta possibilità è stata poi estesa anche alle PMI c.d. «semplici»: si veda l'art. 4 del D. Lgs. n. 129 del 3.8.2017. Secondo E. Macchiavello, *La travagliata evoluzione*, cit., 160, il «superamento del divieto di offerta al pubblico e circolazione delle quote di s.r.l. [è] così ampio da far sospettare un parziale transito delle quote di s.r.l. PMI nella categoria degli strumenti finanziari». L'iniziale mancata previsione, tra i possibili offerenti, delle tipologie societarie più diffuse nel nostro Paese era stata oggetto di aspre critiche: cfr., su tutti, A. Laudonio, *op. cit.*, 17; M. Cian, *Società start-up innovative e pmi innovative*, in *Giur. Comm.*, 2015, 6, 972; Anche il *1° Report Italiano sul CrowdInvesting*, pubblicato dal Politecnico di Milano - Osservatorio CrowdFunding, <http://www.osservatoriocrowdfunding.it/>, giugno 2016, 46, auspicava tale estensione. Ed invero, se la promozione di questo nuovo fenomeno aveva tra gli obiettivi espliciti il reperimento di nuove forme di finanziamento in favore di soggetti non sempre in grado di ottenere dalle forme classiche le risorse per realizzare i propri progetti, non v'era ragione per una simile restrizione (al netto dell'esigenza di «promozionale» di peculiari e nuove forme societarie).

²¹ Cfr. nota 19, nonché *infra* alla fine del presente paragrafo.

Domanda e offerta di finanziamento possono incontrarsi in un portale: qui la campagna di raccolta viene lanciata a seguito della presentazione del progetto da parte dell'offerente e della relativa ammissione da parte del soggetto gestore del predetto portale, che per questo motivo è sottoposto ad una serie di autorizzazioni e controlli.

I gestori sono stati inquadrati dal legislatore distinguendo due tipologie.

La prima riguarda intermediari professionali già in possesso di abilitazione alla prestazione di servizi finanziari, come banche o imprese di investimento, in quanto precedentemente autorizzati²².

Proprio per questo, i requisiti di serietà e professionalità, onorabilità, terzietà, capacità di far fronte ai "costi" (*lato sensu* intesi) dell'attività, anche in termini di responsabilità, sono considerati intrinsecamente presunti di talché, al fine di avviare l'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali, agli intermediari in questione sarà sufficiente comunicarne lo svolgimento²³ (il gestore sarà così inserito nella sezione speciale del registro istituito dalla Consob ai sensi dell'art. 4 Reg. Consob)²⁴, tale dichiarazione ha efficacia di pubblicità-notizia²⁵.

Alla presente tipologia di gestore, così detto "di diritto", sarà consentito non solo raccogliere l'adesione all'offerta degli investitori, ma altresì procedere al perfezionamento dei relativi ordini.

La seconda tipologia di gestori riguarda operatori che devono essere sottoposti a verifiche e autorizzazioni prima di ottenere l'iscrizione al registro nella sezione ordinaria²⁶.

I diversi requisiti all'uopo necessari – in parte individuati dall'art. 50-*quinquies*, comma 3, T.U.F., in parte demandati, dalla predetta disposizione, ad una specificazione ulteriore ad opera della regolamentazione Consob – riguardano la forma e l'organizzazione societaria, l'onorabilità e la professionalità dei profili professionali coinvolti, le garanzie in caso di responsabilità²⁷.

²² Si tratta di «Sim, alle imprese di investimento UE, alle imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, ai gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento»: così sono identificati dall'art. 50-*quinquies*, comma 2, T.U.F. novellato.

²³ Purché precedentemente all'avvio dell'attività stessa, secondo quanto previsto dall'Allegato 1, lett. B, del Regolamento Consob.

²⁴ Pubblicato nella sezione «Albi ed elenchi» del Bollettino elettronico Consob (cfr. art. 6, Reg. Consob), i dati in esso contenuti e riguardanti ciascun gestore iscritto sono analiticamente individuati all'art. 5 Reg. Consob.

²⁵ Cfr. M.L. Vitali, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. Soc.*, 2014, 2-3, 376.

²⁶ Ciò è quanto si ricava, innanzitutto, dall'apodittica definizione di gestore contenuta nell'art. 50-*quinquies*, comma 1, T.U.F., novellato.

²⁷ I presupposti, i principi, le condizioni, le cause di incompatibilità, nonché le fasi del complesso procedimento autorizzatorio finalizzato all'iscrizione nel registro, secondo la previsione del legislatore primario (art. 50-*quinquies*, commi 5 e 6, T.U.F.), sono determinate nel Regolamento.

L'esito positivo delle verifiche comporta l'iscrizione del gestore nel registro istituito presso la Consob: essa ha natura di pubblicità costitutiva²⁸.

Ottenuta l'autorizzazione ad operare nella seconda categoria appena descritta, il gestore del portale potrà solo svolgere le attività connesse alla campagna di raccolta degli investitori disposti a sottoscrivere le offerte, ma non potrà perfezionare gli ordini: dovrà trasmettere solo agli intermediari autorizzati²⁹ «gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente» (art. 50-*quinquies*, comma 2, T.U.F.) e non potrà «detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi» (art. 50-*quinquies*, comma 4, T.U.F.).

Anche attraverso i requisiti e le garanzie richieste agli operatori professionali, la normativa in analisi è volta ad accrescere la familiarità e la confidenza degli investitori con questi nuovi strumenti finanziari.

A seguito della richiesta di pubblicazione di un'offerta, il gestore del portale (a qualunque categoria appartenga) dovrà procedere a due verifiche preliminari (cfr. art. 24, comma 1, Reg. Consob): una sulla garanzia del diritto di recesso in favore degli investitori, l'altra sulla comunicazione e pubblicazione dei patti parasociali sul sito internet dell'aspirante offerente.

Dopo l'ammissione della singola offerta, il medesimo gestore pubblicherà sul portale tutte le informazioni che la riguardino, per come fornite dall'offerente, mettendole così a disposizione degli investitori «in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni»³⁰. Il dettaglio delle informazioni, pubblicato ai sensi dell'art. 16, comma 1 lett. a), Reg. Consob, è preceduto dall'avvertenza generale secondo cui le informazioni non sono singolarmente approvate dalla Consob e l'offerente rimane responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni fornite.

Il «cumulo informativo» che si genera sul portale è così pronto ad essere sottoposto alla folla dei potenziali sottoscrittori.

²⁸ L'iscrizione perdura fintantoché non intervengono cause di cancellazione, tra cui la decadenza dall'autorizzazione per mancato avvio dell'attività entro 6 mesi dalla stessa (art. 11-bis, comma 1, Reg. Consob). Le altre cause di cancellazione dal registro sono indicate dall'art. 12 Reg. Consob.

²⁹ Quali banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di Paesi terzi diverse dalle banche. Gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr andranno invece inoltrati ai relativi gestori.

³⁰ Così recita l'art. 13, comma 2, Reg. Consob. Sulla singola offerta, si indicheranno: i rischi specifici; la descrizione dell'offerente; le condizioni generali e particolari dell'offerta, i costi a carico degli investitori, il trattamento fiscale, i soggetti perfezionatori degli ordini, le informazioni sul conto indisponibile acceso per il trasferimento dei fondi. Il gestore, inoltre, è tenuto a pubblicare le altre informazioni di cui all'art. 16 Reg. Consob, tra le quali gli elementi identificativi dei soggetti che perfezionano gli ordini, le modalità di esercizio del diritto di revoca, le modalità e i tempi delle ulteriori, successive informazioni sulla situazione dell'offerta.

L'investitore potrà così scegliere un progetto, acquisendo quote rappresentative del capitale dell'offerente³¹ in base all'idea maturata di realizzabilità e remuneratività del progetto. L'adesione a un'offerta piuttosto che a un'altra può scaturire da una disamina approfondita dei documenti a disposizione, ma anche dal convincimento dettato da un'intuizione, da un'ondata emotiva (derivante dalla visione di immagini, *slides*, video pubblicati promozionalmente dall'offerente) o ancora dal livello di competenza ed esperienza dell'investitore³². A tale ultimo proposito, la prassi ha evidenziato che l'*equity crowdfunding* non intercetta nuovi investitori, "analfabeti" nel campo dei mercati finanziari, ma esperti internauti, sebbene non sia da escludere che proprio queste categorie fossero tra i destinatari principali dell'intervento legislativo, al fine di favorire la crescita del mercato attraverso strumenti di finanza alternativa.

In ogni caso, indipendentemente dal grado di competenza, l'investitore arriverà a sottoscrivere definitivamente le quote dopo un *iter* immaginato dal legislatore per rendere consapevole lo stesso investitore, o quantomeno per garantirne formalmente la possibilità³³. Qualora il sottoscrittore rientri tra gli investitori professionali³⁴, riceverà un trattamento con minori garanzie³⁵.

Condizione di accesso alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle offerte è la presa visione delle informazioni generali sull'investimento in strumenti finanziari tramite portali, nonché di quelle di *investor education* sul sito Consob (art. 14 Reg. Consob). Una volta effettuato l'accesso nella relativa sezione del portale, l'investitore dovrà (non più ricevere, bensì) fornire informazioni³⁶ «in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteri-

³¹ O sottoscrivendo titoli di debito, se appartenente ad una delle categorie soggettive individuate dal legislatore dopo il recente intervento al T.U.F. e al Regolamento Consob.

³² Alcune recenti ricerche condotte sull'impatto sociale dell'*equity crowdfunding* hanno consentito di delineare il profilo dell'investitore medio: soggetto maschile, di età media (45 anni), con qualche conoscenza dei mercati finanziari, dotato di un adeguato patrimonio e solitamente di un portafoglio diversificato di investimenti. Per maggiori dettagli, anche con riferimento alla distribuzione geografica rispetto alle campagne finanziate, v. il documento del Politecnico di Milano, Osservatorio crowdfunding, 1° *Report italiano sul Crowdfunding*, cit., 41 ss.; il successivo 4° *Report italiano sul Crowdfunding*, cit., che fotografa la situazione al 30.06.2019, confermando «la distribuzione 'a campana': gli adulti con età compresa fra 36 e 50 anni rappresentano il 47% dei *backers*».

³³ 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, si riferisce a un «percorso consapevole» che gli investitori *retail* sono tenuti a «completare per poter aderire alle offerte on-line».

³⁴ Tale categoria è definita dall'art. 2, comma 1, lett. j), Reg. Consob con un richiamo, per quanto riguarda i clienti professionali privati "di diritto" e "su richiesta", all'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, n. 16190 del 29 ottobre 2007 e ss. mm. e ii. Per i clienti professionali pubblici, sempre "di diritto" o "su richiesta", si fa invece riferimento agli articoli 2 e 3 del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze 11 novembre 2011, n. 236.

³⁵ Anche per il dettaglio delle «regole di condotta che i gestori di portali devono rispettare nel rapporto con gli investitori, prevedendo un regime semplificato per i clienti professionali» (così l'art. 50-*quinques*, comma 5, T.U.F.), il legislatore ordinario ha demandato al potere regolamentare dell'Autorità di vigilanza.

³⁶ In dottrina c'è chi, per qualificare il questionario, usa ironicamente l'espressione di «percorso ad ostacoli»: così E. Fregonara, *op. cit.*, 10.

stiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano», oltre a dichiarare «di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento che intend[e] effettuare» (art. 15, comma 2, lett. c, Reg. Consob).

La fase di verifica in esame non avviene sempre con gli stessi tempi e modalità.

Gli adempimenti del singolo gestore, diversificati sulla base della sua categoria, ma anche dalle sue scelte imprenditoriali, generano una serie di opzioni procedurali, idonee a far emergere la presenza di diverse "sottotipologie" di (fattispecie dell') *equity crowdfunding* astrattamente configurabili. La "variabile" determinante è individuabile nella tipologia di gestore del portale e negli obblighi di cui lo stesso è titolare; essi consentono di ricostruire la fattispecie, qualificando il servizio ma anche evidenziando i profili di responsabilità.

La verifica del livello di conoscenza ed esperienza dell'investitore è effettuata senz'altro dal gestore, ove iscritto nella sezione speciale del registro e, pertanto, abilitato quale intermediario finanziario³⁷. Qualora invece il gestore sia iscritto nella sezione ordinaria del registro, egli avrà la mera facoltà di operare la predetta verifica, dal momento che sarà obbligo dell'intermediario perfezionatore degli ordini, in seguito, procedere con le informazioni e le necessarie valutazioni previste nella Parte II del T.U.F., come la profilatura della clientela; obbligo, quest'ultimo, operante solo qualora gli ordini degli investitori siano superiori ad una soglia ben determinata³⁸.

In pratica, mentre la verifica effettuata direttamente dal gestore dovrebbe rilevare "a monte", quale condizione di accesso al portale (o meglio, alla sezione relativa alle offerte), diversamente, la verifica rimandata alla fase di contatto tra investitore e intermediario che riceve (ed è tenuto a perfezionare) gli ordini, ove

³⁷ In tal senso si è espressa anche la Comunicazione Consob n. 0066128 del 01.08.2013. Non trovando applicazione, per questi soggetti, le regole più restrittive previste per i gestori iscritti alla sezione ordinaria del registro (divieto di detenere somme di denaro e obbligo di trasmissione degli ordini a banche e SIM), essi potranno gestire integralmente il processo della raccolta di capitali, senza poter tuttavia andare esenti dalla disciplina MiFID per gli ordini sotto-soglia.

³⁸ In presenza di un ordine di investimento inferiore alle soglie indicate (singolarmente o in cumulo con altri nell'arco di un anno), risultante da un'attestazione di non superamento delle stesse fornita dall'investitore al gestore (si veda l'art. 17, comma 5, Reg. Consob), l'intermediario non sarà tenuto agli obblighi previsti dal T.U.F. poc'anzi richiamati. Il superamento della soglia indicata dal legislatore si ha con un controvalore superiore: a cinquecento euro per singolo ordine o a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali, per le persone fisiche; a cinquemila euro per singolo ordine o a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali, per le persone giuridiche (cfr. art. 17, comma 3, Reg. Consob). Non esistono dunque limitazioni di natura quantitativa per gli investitori individuali: osserva U. Minneci, *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2019, 2, 520, come ciò comporti un allontanamento della disciplina «da quell'idea di "richiedere poco a tanti", che si presenta, almeno nelle narrazioni tradizionali sul *crowdfunding*, un elemento consustanziale del fenomeno» (laddove la previsione di «un ammontare massimo dell'offerta complessiva rivolta al c.d. mercato primario» è un vincolo che «trova ragione nella esigenza di tenere la relativa sollecitazione al di fuori del territorio dominato dall'obbligo di pubblicazione del prospetto»).

questi sia un soggetto diverso dal gestore del portale, diviene una condizione “a valle” di perfezionamento dell’offerta cui l’investitore abbia già aderito³⁹.

Superando le predette fasi, l’investitore avrà accesso al portale e potrà vedere perfezionata la sottoscrizione; solo a quel punto si potrà procedere al momento effettivo di raccolta del capitale di rischio.

L’*iter* che conduce al definitivo finanziamento del progetto dell’offerente si potrà concludere solo se, al momento della chiusura dell’offerta, almeno il 5%⁴⁰ degli strumenti finanziari offerti sia stato sottoscritto da investitori professionali. Si tratta di una condizione di perfezionamento dell’offerta⁴¹, che desta numerosi interrogativi: la previsione – quale requisito indefettibile – dell’intervento degli investitori professionali potrebbe contrastare con la tendenza alla raccolta “dal basso”, che dovrebbe rappresentare il *proprium* del *crowdfunding*; d’altra parte, esso è in grado di conferire una certa credibilità all’offerta, rassicurando gli investitori meno esperti⁴². Seconda condizione è il mancato esercizio del diritto di recesso⁴³.

³⁹ In realtà, neanche questa schematizzazione può considerarsi pacifica, attesi i dubbi che desta – ancora una volta – la contraddittorietà tra alcune disposizioni, scarsamente coordinate tra loro. Dal tenore testuale dell’art. 13, comma 5-bis, Reg. Consob («il gestore verifica per ogni ordine di adesione alle offerte *ricevute*»; corsivo nostro, n.d.r.), sembrerebbe che la verifica debba essere effettuata dopo che l’investitore ha aderito a un’offerta e prima di “mandarla ad esecuzione”. Sennonché, la lettera del successivo art. 15, comma 2, Reg. Consob, lascerebbe immaginare che la verifica debba essere effettuata addirittura prima che l’investitore possa già solo «accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte».

⁴⁰ Ma con le modifiche del Regolamento apportate nel 2018 è stato aggiunto all’art. 24 il comma 2-ter, che ha ridotto le soglie «al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell’eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l’offerta, redatti da un revisore contabile o da una società di revisione iscritta nel registro dei revisori contabili.»

⁴¹ L’offerta già presentata sul portale potrà così essere oggetto di sottoscrizioni da parte degli investitori “in attesa” che arrivi l’adesione di investitori professionali nella percentuale indicata. In origine, si era immaginata la prescrizione della percentuale minima di sottoscrizioni di investitori professionali come condizione di ammissione dell’offerta al portale. La scelta in senso inverso si deve ai riscontri ottenuti dagli operatori pratici (gestori, intermediari e investitori, potenziali e/o attuali) nella fase di indagine conoscitiva e consultazione promossa dalla Consob: cfr. il *Documento di consultazione - Regolamento in materia di “raccolta di capitali di rischio da parte di start-up innovative tramite portali on-line*, 29 marzo 2013, ma soprattutto la *Relazione sull’attività di analisi d’impatto della regolamentazione (AIR) e sugli esiti della procedura di consultazione* (entrambi disponibili online, insieme agli altri documenti di corredo, al seguente link: <http://www.consob.it/web/investor-education/consultazioni-sul-crowdfunding-2013>).

⁴² Sul punto E. Fregonara, *op. cit.*, 17, osserva come sia «curioso il fatto che in un sistema di raccolta di capitali, che si propone alternativo ai canali istituzionali di finanziamento, sia previsto l’obbligo di partecipazione, anche, tra gli altri, di un investitore professionale esponente del mondo bancario». In una simile operazione, l’A. intravede il pericolo di una consistente riduzione delle «caratteristiche di democraticità del *crowdfunding*, che rischia, viceversa, di diventare uno strumento alternativo per le banche.» U. Piattelli, *Il crowdfunding in Italia*, Torino, 2013, 88, rileva la mortificazione dello “spirito” che permea il fenomeno, destinato a degenerare in «crowdbanking».

⁴³ Consentito «senza alcuna spesa, tramite comunicazione rivolta al gestore [...], entro sette giorni decorrenti dalla data dell’ordine» (art. 13, comma 5, Reg. Consob). I medesimi effetti sono previsti nella diversa ipotesi di esercizio del diritto di revoca, possibile per gli investitori non professionali nel termine di sette giorni allorquando, «tra il momento dell’adesione all’offerta e quello in cui la stessa è definitivamente chiusa, sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, che siano atti a influire sulla decisione dell’investimento.»

Configurando la raccolta di capitali tramite *equity crowdfunding* come investimento finanziario⁴⁴, ne discende l'ineludibilità del perfezionamento della sottoscrizione dell'offerta a cura di un intermediario autorizzato⁴⁵.

L'investitore, acquisendo le azioni dell'offerente, diventerà titolare del complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione all'impresa⁴⁶, con l'auspicio di crescita del progetto e, conseguentemente, delle prospettive di utile in proprio favore; in ciò si condensa la finalità dell'investimento.

È possibile ad oggi offrire le proprie quote da parte di PMI costituite nella forma della Società a responsabilità limitata⁴⁷. Questa previsione rappresenta una novità del panorama normativo introdotto dalla disciplina sull'*equity crowdfunding*⁴⁸: si supera così il divieto di offerta al pubblico e circolazione di quote di s.r.l. – in ciò rinvenendosi una deroga al diritto societario comune⁴⁹ – e si potrebbe corroborare la tesi del "transito" nell'alveo degli strumenti finanziari anche delle quote di s.r.l. fatte oggetto di offerta tramite i portali⁵⁰.

⁴⁴ Non è escluso che, insieme a un'ottica promozionale del fenomeno, proprio la caratterizzazione delle operazioni di *equity crowdfunding* come investimenti nei mercati finanziari abbia fatto optare per l'intervento del legislatore in questo campo, assoggettandolo a regole precise, anche di vigilanza. Tuttavia, anche lasciando alla prassi e all'autonomia degli operatori il ricorso a questa modalità di raccolta di capitali tramite portali, non v'era dubbio che qualunque operazione finanziaria avrebbe potuto – *rectius*, dovuto – essere compiuta necessariamente per mezzo di intermediari abilitati.

⁴⁵ Banche o imprese di investimento, munite delle autorizzazioni ai sensi della normativa T.U.F. e MiFid, che raccoglieranno le somme in un conto indisponibile a favore dell'emittente.

⁴⁶ Cfr. CONSOB, *Equity crowdfunding*, cit., 2. I primi hanno ad oggetto la partecipazione agli utili, in caso di deliberazione di distribuzione degli stessi da parte dell'assemblea, nonché la possibilità di ricevere quanto residua dall'attivo societario in caso di liquidazione della società (e dopo il pagamento dei debiti); i secondi concernono la partecipazione alle assemblee della società e la possibilità di esprimere il voto nel predetto consenso, nonché di impugnare le delibere assembleari. La portata dei suddetti diritti è in genere direttamente proporzionale all'entità dell'investimento. Nel caso dell'*equity crowdfunding* vi sono maggiori probabilità di un'attribuzione delle situazioni giuridiche richiamate appositamente pensata per venire incontro agli interessi delle parti coinvolte: all'investitore *retail* (che ha l'obiettivo precipuo di massimizzare i profitti) può non dispiacere che si preveda una compressione dei diritti amministrativi a fronte di un maggiore riconoscimento di quelli patrimoniali, se parametrato all'apporto economico derivante dall'investimento.

⁴⁷ E a prescindere dalla circostanza per cui le stesse posseggano i requisiti dell'innovatività e/o della *start-up*.

⁴⁸ In particolare dal Decreto Crescita-bis, D. L. n. 179/2012, che costituisce la cornice normativa di riferimento in cui ha trovato spazio la prima introduzione di tale forma di investimento tramite portali, con la previsione dei nuovi articoli del T.U.F. (art. 50-*quinquies* e 100-*ter*). Non si dimentichi, infatti, che l'*equity crowdfunding* – cui oggi possono ricorrere tutte le PMI – è stato originariamente pensato come forma di finanziamento per *start-up* innovative: ciò per rimediare al «forte limite» allo sviluppo di dette società, «che non dispongono, nella loro fase iniziale, di una dotazione di capitale sufficiente per costituirsi in forma di S.p.A. [...] o che intendono crescere senza doversi necessariamente trasformare in S.p.A.» (così si legge nella relazione al d.d.l. del Senato n. 3533, 51).

⁴⁹ Sull'esigenza di rivedere diversi aspetti di diritto societario, in particolare ripensando la disciplina delle società a responsabilità limitata, quale «tipo originariamente concepito per realtà imprenditoriali a compagine sociale ristretta» e che invece allo stato attuale sconta una tendenza (favorita dallo stesso diritto positivo) verso altre forme organizzative e gestionali, cfr. U. Minneci, *op. cit.*, 522.

⁵⁰ E. Macchiavello, *La travagliata evoluzione*, cit., 160 considera realizzato il "transito" delle quote di s.r.l. PMI nella categoria degli strumenti finanziari proprio a motivo del superamento del divieto di offerta al

Un'altra novità è stata introdotta dalla già richiamata Legge di Bilancio per il 2019 (L. 30.12.2018, n. 145), che con la disposizione di cui all'art. 1, comma 238, ha inserito il nuovo comma 1-ter all'art. 100-ter del T.U.F., aprendo alla possibilità di sottoscrivere anche obbligazioni o titoli di debito, sia pure in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio e con limitazione ai soli investitori professionali e a particolari categorie di investitori individuate dalla Consob e, in ogni caso, nel rispetto dei limiti imposti dal Codice Civile⁵¹. La nuova previsione è stata acquisita anche nel Regolamento Consob⁵².

3. Possibili criticità assiologiche e “varianti” tipologiche

La tipologia di investimento cui dà luogo l'*equity crowdfunding*, vista la particolarità dell'oggetto, adombra una serie di rischi⁵³, come l'illiquidità⁵⁴: vengono infatti negoziate azioni e quote rappresentative del capitale sociale o degli

pubblico e circolazione delle predette quote.

⁵¹ La citata Legge di Bilancio è anche intervenuta sulla disciplina degli incentivi fiscali agli investimenti nell'*equity crowdfunding*, rendendo permanenti agevolazioni precedentemente previste “a tempo”. Per il 2019, la detrazione IRPEF e la deduzione IRES per gli investimenti in *start-up* innovative è aumentata dal 30 al 40%; vi è poi una deduzione del 50% in caso di acquisizioni dell'intero capitale sociale di *start-up* innovative da parte di soggetti IRES (a condizione che il capitale sociale sia mantenuto per almeno 3 anni dopo l'acquisizione). Tutti gli incentivi sono stati autorizzati nel 2018 dalla Commissione Europea (ai sensi dell'art. 108, par. 3, TFUE) e poi attuati con Decreto interministeriale (di concerto tra MEF e MISE) del 7 maggio 2019, pubblicato in G.U. n. 156 del 5 luglio 2019.

⁵² Detto Regolamento è stato infatti all'uopo modificato con la Delibera Consob n. 21110 del 10 ottobre 2019 (pubblicata in G.U. n. 251 del 25.10.2019). Le previsioni hanno innovato con una tale incisività da aver condotto a rinominare l'impianto regolamentare in «Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali on-line» (ossia con l'eliminazione della specificazione «di rischio» relativamente ai capitali).

⁵³ La maggior parte dei quali dovuti non solo alla perdita di capitale, ma anche alla mancanza di dividendi e all'aumento delle possibilità di incorrere in frodi e iniziative illecite, dal momento che le transazioni commerciali concluse avvengono attraverso i canali maggiormente incerti di *internet*.

⁵⁴ Ciò per un paio di motivi: da un lato, i titoli acquistati non possono essere scambiati su mercati organizzati per un periodo iniziale; dall'altro, non esiste un “mercato secondario” cui rivolgersi per scambiare gli strumenti dopo averli sottoscritti. V'era già chi auspicava l'intervento del legislatore «volto a prevedere un metodo *ad hoc* [...] per l'alienazione delle quote acquisite» mediante l'intervento dello stesso intermediario finanziario che si occupa di gestire gli ordini (fungendo da «stanza di compensazione»): così P. Alvisi, *Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*, in *Riv. Dir. Bancario*, 2014, 3, 6 (nota 8); o ancora, che la stessa società offerente si facesse promotrice di mercato dei propri strumenti finanziari: E. Fregonara, *op. cit.*, 28. Successivamente, è stato avviato lo sviluppo di un mercato secondario gestito dagli offerenti stessi, quali *market makers*: in tal modo «gli emittenti creano piazze di compravendita che consentono di assicurare adeguata liquidità al mercato dei propri strumenti finanziari, altrimenti difficilmente liquidabili tramite i mercati tradizionali.» Così N. De Luca, S.L. Furnari, A. Gentile, *Equity crowdfunding*, in *Digesto*, VIII Agg., *Disc. priv., sez. comm.*, Torino, 2017, 162. Un auspicio in tal senso era contenuto anche da M. Bofondi, *op. cit.*, 14, mentre nel 1° *Report Italiano sul CrowdInvesting*, cit., 26, si vedeva una premessa per lo sviluppo di un mercato secondario delle quote sottoscritte mediante il ricorso all'*equity crowdfunding* nell'introduzione (ad opera del D.L. 3/2015) del possibile regime di dematerializzazione di quote e azioni per PMI e *start-up* innovative. Sull'opportunità della creazione di un mercato secondario, cfr. U. Minneci, *op. cit.*, 524.

OICR⁵⁵, che il Regolamento Consob, all'art. 2, comma 1, lett. h), qualifica come «strumenti finanziari»⁵⁶.

Invero, il rischio dell'illiquidità dovrebbe essere ad oggi quantomeno ridotto: dopo la più recente modifica al Regolamento Consob (Delibera n. 21110 del 10.10.2019), quest'ultimo prevede ora la possibilità che i gestori aprano bacheche elettroniche, dove gli investitori possono pubblicare annunci e vendere i titoli acquisiti, sia pure con una serie di limitazioni che rendono il pericolo in questione non completamente superato⁵⁷.

Non può sottacersi, inoltre, che la disciplina attualmente vigente – anche a séguito di interventi successivi frutto del “monitoraggio normativo” – genera una serie di dubbi e criticità, che emergono anche solo limitandosi ad una semplice parafrasi della stessa e rimanendo a livello di *policy* normativa⁵⁸.

In generale, permane un generale problema di eccessiva complessità delle disposizioni e delle procedure istituite, non sempre di agevole comprensione per il potenziale sottoscrittore, soprattutto ove si consideri che la *mens legis* era (ed è) orientata a coinvolgere nei mercati finanziari una fetta nuova di investitori, tra cui quelli tipicamente sguarniti di (o con scarse) esperienze e competenze in materia⁵⁹.

⁵⁵ La possibilità di negoziazione tramite *equity crowdfunding* di obbligazioni o titoli di debito, introdotta dalla Legge di Bilancio per il 2019 (L. 30.12.2018, n. 145), incontra le limitazioni già richiamate *supra*.

⁵⁶ Detta espressione dovrebbe forse essere intesa in senso atecnico, non cioè secondo la definizione dell'art. 1, comma 1, lett. t, T.U.F., dal momento che «tali partecipazioni difetterebbero del requisito essenziale degli strumenti finanziari, ovvero della negoziabilità sul mercato dei capitali.» (così S. Rizzo, *Intermediari Finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *Riv. della Regolazione dei mercati*, 2014, 2, 310, richiamandosi alla Comunicazione Consob 18 giugno 2001, n. DEM/1043775). La dottrina maggioritaria, non ritenendo sussumibili le quote neanche nell'alveo (ancora più ristretto rispetto a quello degli strumenti finanziari) dei valori mobiliari di cui all'art. 1, comma 1-bis, T.U.F. (cfr. A. Guacero, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 6, 2014, 699), tende a far rientrare quelle oggetto di offerta tramite portali nel più ampio novero dei prodotti finanziari di cui all'art. 1, comma 1, lett. u, T.U.F. Si tratta infatti di una «forma di investimento di natura finanziaria» (art. 1, comma 1^o, lett. u, T.U.F.), per tale intendendosi quella caratterizzata dalla presenza del denaro quale momento iniziale e finale, ma anche quale obiettivo, dell'operazione conclusa dai soggetti coinvolti. Cfr. S. Rizzo, *op. cit.*, 309; A. Guacero, *op. cit.*, 705; R. Costi, L. Enriques, *Il mercato mobiliare*, in (a cura di) G. Cottino, *Trattato di diritto commerciale*, Padova, 2004, 46. Per A. Guacero, *loc. ult. cit.*: «Con la sottoscrizione della quota di partecipazione al capitale della società a responsabilità limitata si persegue infatti, soggettivamente per l'investitore, l'obiettivo della percezione di dividendi (art. 2247 c.c.) e/o quello di incremento del valore della partecipazione.» L'A. fa riferimento ad altra dottrina conforme sul punto. Anche la comunicazione Consob del 12 aprile 2001, n. DEM/1027182, si inserisce in questo filone interpretativo.

⁵⁷ La possibilità di procedere ad una simile operazione è infatti subordinata al possesso di stringenti requisiti: è consentito creare le “bacheche” per gli scambi in questione solo ai gestori autorizzati; inoltre, possono essere pubblicati annunci che riguardino esclusivamente offerenti che abbiano condotto la loro campagna di raccolta con il gestore titolare della bacheca. A quest'ultimo, viepiù, non è consentita l'utilizzazione di tecnologie che rendano possibile (mediante calcoli algoritmici) la convergenza tra domanda e offerta.

⁵⁸ Anche senza approfondire aspetti tecnici di diritto societario, per i quali, in ogni caso, si rimanda a M. Cossu, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2015, 4, 458.

⁵⁹ Tale discrasia potrebbe essere ritenuta effetto collaterale dello scontro inevitabile tra un approccio liberale e uno paternalistico di cui è stata evidenziata la coesistenza nello stesso apparato normativo: cfr. C.A.

La complessità evidenziata si riverbera anche su altri aspetti, come il rischio di rendere troppo articolato e complesso il ruolo dei gestori, soprattutto se parametrato alle prospettive di profitto⁶⁰.

L'incentivazione che si prospetta per questi rischia di essere alla lunga sostenibile solo per chi è già intermediario⁶¹, laddove invece potrebbe risultare inadeguata allo sviluppo di nuove categorie professionali, quale quella del gestore così detto "puro".

Non è detto che la disciplina più leggera⁶² prevista in favore di quest'ultimo⁶³ – sia pure al "prezzo" del divieto di detenere somme di denaro degli investitori e di eseguire direttamente gli ordini di sottoscrizione – non porti ad un aumento di diffidenza dei potenziali investitori⁶⁴.

Peraltro, gli obblighi del gestore presentano un peculiare elemento di complessità: la tipologia *equity*, pur essendo già di per sé una specificazione del macrofenomeno *crowdfunding*, a sua volta si può manifestare in una serie di "varianti" di fattispecie, ognuna delle quali è connessa alla tipologia di soggetto gestore e alle sue scelte imprenditoriali, così riverberandosi sulle situazioni di dovere, sulla qualificazione dell'attività svolta e, in definitiva, anche sulle ipotesi di responsabilità. Commisurando queste ultime sugli obblighi e sulla tipologia di attività, si mantiene una certa simmetria del e nel binomio costi-responsabilità rispetto all'utile auspicato nella prestazione del servizio.

Alcune delle varianti, o "sotto-tipi", possono dirsi un *novum* nel panorama ordinamentale interno, attesa la loro natura ibrida: esse sono in grado di sovrapporsi parzialmente a settori normativi già interessati da un generale ripensamento del sistema dovuto all'avvento delle nuove tecnologie⁶⁵.

Punto prospettico privilegiato per l'osservazione del fenomeno può essere considerato il ruolo del gestore: pur essendo soggetto archetipicamente non necessario ai fini del perfezionamento (e dell'attuazione definitiva) della sottoscri-

Nigro, V. Santoro, *The Quest for Innovative Entrepreneurship and the Italian Regime for Equity Crowdfunding*, in *European Company Law*, 2014, vol. 11, 5, 230.

⁶⁰ E. D'Ippolito, M. Musitelli, A. Sciarrone Alibrandi, *op. cit.*, 37, estendono la non giustificata onerosità delle norme anche alla posizione di emittenti.

⁶¹ Sostenendo i relativi costi strutturali, complessi e diversificati tra loro.

⁶² Così la definisce la CONSOB, *Equity crowdfunding*, cit., 7.

⁶³ Rispetto a quella dettata per gli intermediari tradizionali presso cui abitualmente i risparmiatori effettuano i propri investimenti.

⁶⁴ Il pubblico dei quali, a ben vedere, potrebbe non avere gli strumenti adatti a comprendere l'effettivo funzionamento della fattispecie. Secondo E. Macchiavello, *La travagliata evoluzione*, cit., 156, il ricercato temperamento «tra l'esigenza di apprestare tutele equivalenti [a quelle previste per i servizi di investimento] per gli investitori e non soffocare lo sviluppo del settore, nel rispetto delle normative europee, non appare sempre realizzato», per lo più a motivo dei rilevanti obblighi cui vengono sottoposti i gestori.

⁶⁵ Collocarne *ratio* e struttura in istituti già noti costituisce già di per sé una sfida per il giurista, poiché il legislatore continuamente insegue – per formalizzarlo in *ius positum* – il tipo di vita verso cui la prassi dei consociati tende a indirizzarsi.

zione di offerte per la raccolta capitali di rischio, la sua presenza è divenuta necessaria per scelta di diritto positivo⁶⁶. Ne deriva la considerazione dello stesso come fulcro delle singole varianti.

4. *Obblighi del gestore: una base comune*

Tutte le ipotesi di *equity crowdfunding*, nondimeno, presentano una base comune, un minimo comun denominatore degli obblighi del gestore. Quelli rilevanti nel rapporto con gli investitori si rinvencono per lo più nel Titolo III⁶⁷ del Regolamento Consob.

L'art. 13 Reg. Consob è rubricato «Obblighi del gestore»; nella disposizione in questione, titolari della situazione giuridica attiva sono sempre gli investitori. Ciò denota l'intenzione del legislatore di prevedere una figura professionale orientata ad affiancare l'investitore – consentendogli di acquisire competenze e confidenza e con un approccio graduale – nel processo finalizzato alla sottoscrizione delle quote. Il comma 2 individua un obbligo di comunicazione agli investitori⁶⁸ delle informazioni fornite dall'offerente⁶⁹ in maniera trasparente e «dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni».

La situazione giuridica di cui è titolare il gestore configura il suo ruolo come *trait d'union* tra offerente e potenziali sottoscrittori⁷⁰, quasi una “sentinella” delle operazioni degli investitori non professionali, dovendo richiamare la loro attenzione sull'opportunità di investire conformemente «alle proprie disponibilità finanziarie» (art. 13, comma 3, Reg. Consob) e assicurare il perfezionamento del recesso, qualora esercitato dall'investitore nei termini di legge (art. 13, comma 5, Reg. Consob).

⁶⁶ Le piattaforme per la facilitazione di domanda e offerta, generate come strumento di agevolazione, divengono condizione ineludibile di sviluppo del mercato anche in questo settore. Tale progresso si giustifica alla luce di una maggiore realizzazione degli interessi dei soggetti coinvolti: gli offerenti hanno la possibilità di estendere il campo di ricerca sul mercato dei potenziali investitori, sfruttando le possibilità di contatti grazie alle *online platforms*; queste, a loro volta, rappresentano un nuovo settore in cui tentare di implementare attività e proventi per le imprese già operanti nel campo della raccolta del risparmio. Ancora, il pubblico dei potenziali investitori è destinato ad aumentare grazie al potenziale effetto moltiplicatore della rete di contatti generato dal fenomeno delle piattaforme *online*. Dalla semplificazione dell'attività così determinata è difficile desumere che il portale si sostanzi in una mera “vetrina”, diversamente da quanto da alcuni ritenuto: cfr. A. Laudonio, *op. cit.*, p. 23; F. Accetella, N. Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, II, 241.

⁶⁷ Denominato per l'appunto «Regole di condotta».

⁶⁸ Il fine dichiarato è che gli stessi «possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole» (art. 13, comma 2, seconda parte, Reg. Consob).

⁶⁹ Successivamente, l'art. 16 Reg. Consob si occupa di dettagliare in cosa si debbano sostanziare le informazioni sulle singole offerte.

⁷⁰ Il gestore assume una posizione di terzo, tenuto a garantire un incontro trasparente tra gli interessati, rendendo informazioni aggiornate, accessibili e sempre disponibili (così l'art. 13, comma 4, Reg. Consob).

Le predette attività possono essere autorevolmente e credibilmente espletate in assenza – o comunque, con una corretta gestione – dei conflitti di interesse: in proposito, il legislatore ha modificato il comma 1 e ha previsto i nuovi⁷¹ commi 1-bis, 1-ter e 1-quater all'art. 13 Reg. Consob, che prevedono l'obbligo del gestore di elaborare e mantenere un'efficace politica «formulata per iscritto» sul punto⁷². Le misure adottate devono essere periodicamente riesaminate (almeno una volta l'anno). È inoltre prevista la possibilità che il gestore conduca «sul proprio portale offerte aventi ad oggetto strumenti finanziari di propria emissione o emessi da soggetti controllanti, controllati o sottoposti a comune controllo». Si risolve così la questione sulla titolarità delle quote offerte mediante portali; ma in tal caso è fatto obbligo al soggetto contestualmente gestore e offerente di adottare «misure idonee per l'efficace gestione del conflitto che insorge in relazione a questo tipo di attività», fino ad arrivare all'obbligo di astenersi «dal condurre tali offerte, laddove i conflitti di interesse non possano essere gestiti adeguatamente, in modo da evitare effetti negativi per gli investitori»⁷³. Evidentemente, nelle ipotesi descritte di sovrapposizione soggettiva, l'investitore dovrà essere adeguatamente informato dell'esistenza dei conflitti⁷⁴.

Vi sono ulteriori informazioni che il gestore deve sottoporre all'investitore.

Alcune devono riguardare il portale e la gestione dello stesso⁷⁵. Ulteriore oggetto d'informativa è la fattispecie di investimento in strumenti finanziari tramite portali, che deve essere reso agli investitori «in forma sintetica e facilmente comprensibile» (art. 15 Reg. Consob). La medesima disposizione, al comma 2, prevede un obbligo diverso da un comportamento dichiarativo in capo al gestore: questi potrà consentire il passaggio alle fasi successive dell'investimento solo dopo che l'investitore abbia ricevuto ulteriori informazioni sul sito Consob (lett. a) e dichiararsi di poter sostenere economicamente l'eventuale perdita (lett. c).

⁷¹ Ad opera della delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018.

⁷² Segnatamente, detta politica dovrà consentire di individuare, prevenire e gestire le fonti di potenziale conflitto di interessi; come *extrema ratio*, qualora una situazione di conflitto permanga, senza che il gestore riesca ad evitare «il rischio di nuocere agli interessi degli investitori», egli è tenuto a comunicare «chiaramente agli stessi la natura generale e/o le fonti di tali conflitti e le misure adottate per mitigare i relativi rischi.»

⁷³ Così il comma 1-bis dell'art. 13 Reg. Consob.

⁷⁴ Cfr. D. Maffei, *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 sulla natura giuridica del conflitto di interessi.

⁷⁵ In proposito, l'art. 14 Reg. Consob prevede che le informazioni siano pubblicate «in forma sintetica e facilmente comprensibile, anche attraverso l'utilizzo di tecniche multimediali». L'allegato 2 contiene l'elenco degli ulteriori elementi da indicare e descrivere, tra cui merita di essere segnalata la previsione (n. 2 della lett. A) della necessaria indicazione dell'eventuale «attività di consulenza [...] prestata [dal gestore] in favore dell'offerente». Essa implicitamente riconosce la possibilità al gestore di prestare un servizio che invece è precluso nei confronti degli investitori, con conseguente inapplicabilità della stringente disciplina (soprattutto in termini di esenzione dalla verifica di adeguatezza) di derivazione MiFID.

Le disposizioni successive manifestano ancor più la complessità delle operazioni riguardanti l'*equity crowdfunding*.

Ai sensi dell'art. 17 Reg. Consob, i gestori devono adottare «misure volte ad assicurare» l'adeguatezza del trattamento, della registrazione e della trasmissione (nel rispetto dell'ordine temporale di ricezione) degli ordini di adesione. L'art. 18 Reg. Consob prescrive al gestore di assicurare l'integrità del complesso delle «informazioni ricevute e pubblicate», servendosi di sistemi operativi affidabili e di procedure di controllo volti ad individuare e gestire «le fonti di rischio operativo»; il successivo art. 19 Reg. Consob obbliga il gestore alla riservatezza.

La base comune di obblighi efficaci in tutte le varianti di *equity crowdfunding* è implementata da una serie di comportamenti che i gestori devono adottare al di fuori del rapporto con l'investitore⁷⁶: vi sono sottese esigenze di controllo di un'attività esercitata da professionisti chiamati ad operare nel delicato campo degli investimenti finanziari.

5. (Segue): *Obblighi specifici per singola "variante" e fase contrattuale*

Gli obblighi poc'anzi descritti dovrebbero essere collocati nella fase precontrattuale del rapporto⁷⁷.

Quella contrattuale trova invece il suo momento costitutivo solo in seguito, allorquando, superato il momento informativo, venga finalmente attribuita all'investitore la possibilità di accedere alla sezione del portale che riguarda le offerte e di aderirvi⁷⁸.

⁷⁶ È fatto obbligo: di «conservare ordinatamente copia della corrispondenza e della documentazione contrattuale connessa alla gestione del portale» per almeno cinque anni, in formato elettronico ovvero cartaceo (art. 20 Reg. Consob); di trasmettere e comunicare alla Consob tutte le informazioni riguardanti le variazioni societarie che interessano la persona giuridica del gestore e le vicende dell'attività di gestione dei portali, nonché una relazione sulle stesse attività svolte e sulla struttura organizzativa. Ai sensi dell'art. 21 Reg. Consob, il gestore trasmette alla Consob le informazioni relative alle variazioni societarie, nonché la relazione sulle attività svolte e sulla struttura organizzativa; comunica alla medesima Autorità di vigilanza le date di inizio, interruzione e riavvio dell'attività. Sugli obblighi di controllo finale in caso di offerte sul portale (art. 24 Reg. Consob) si veda quanto già evidenziato al par. 2.

⁷⁷ Tranne in alcuni casi, come l'obbligo di assicurare il recesso dall'ordine di adesione ai sensi dell'art. 13, comma 5, Reg. Consob.

⁷⁸ Il richiamato accesso generico, infatti, si riduce ad un primo, superficiale contatto con il gestore. A quel punto, divengono efficaci gli effetti obbligatori (solo) precontrattuali per il gestore, che sarà tenuto ad informare il «cliente» su tutti gli aspetti dell'*equity crowdfunding*, senza che tra i due possa dirsi ancora concluso un negozio giuridico. Solo con la scelta dell'investitore di accedere specificamente alla parte relativa alle offerte può considerarsi costituito il peculiare negozio giuridico con il gestore. Fatto costitutivo degli effetti contrattuali gestore-investitore è individuabile nella manifestazione di volontà di investimento nell'*equity crowdfunding*, che si desume *per facta concludentia* dalla scelta di fruire del servizio accedendo nel portale alle fasi successive a quelle di un mero scambio informativo.

In questa fase il gestore è titolare, innanzitutto, di obblighi di verifica del livello di conoscenza ed esperienza dell'investitore. Diversamente da quanto osservato in precedenza, si rinviene qui una disciplina differenziata per ogni singola variante, che proprio a questo punto dell'indagine può essere identificata, grazie a un meccanismo di "specificazione per aggiunta" delle regole di fattispecie; esso è riconducibile, secondo i canoni della teoria generale del diritto, ad un fenomeno di adattamento dell'effetto al fatto in base alle caratteristiche del gestore⁷⁹.

Il grado di professionalità che si esige dal gestore aumenta gradualmente da una variante all'altra, forse secondo una *ratio* di diretta proporzionalità tra potenziali profitti e costi dell'attività, tra cui quelli per eventuali responsabilità⁸⁰.

La prima e la seconda variante individuano l'ipotesi del gestore iscritto nella sezione ordinaria del registro, dunque non autorizzato a procedere al perfezionamento delle offerte. Tra loro divergono con riferimento alla fase di verifica del potenziale investitore.

Nella prima rileva il solo combinato disposto degli artt. 13, comma 5-ter, e 17, comma 5, Reg. Consob: il gestore potrà, facoltativamente⁸¹, verificare in proprio il livello di esperienza e conoscenza dell'investitore; ove scelga di non procedervi, acquisirà soltanto un'attestazione di non superamento delle soglie d'investimento di cui all'art. 17, comma 3, Reg. Consob⁸². È legittimo dubitare che tale attività possa essere autonomamente annoverata tra i servizi finanziari⁸³.

⁷⁹ Si verificherebbe, allora, una sorta di esplicitazione formale di un fenomeno riconducibile al meccanismo dell'adattamento dell'effetto giuridico ai fatti rilevanti, quale sviluppo del principio di «convenienza» dell'effetto al fatto, su cui si veda A. Falzea, *Ricerche di teoria generale del diritto e di dogmatica giuridica*, Vol. II, Dogmatica giuridica, Milano, III ed., 1997, 62-64: l'effetto giuridico previsto da una norma in presenza di determinati fatti risulta «da una vera e propria integrazione della lettera dei testi nello spirito del sistema» e così, allorquando si verifichi una variazione del concorso degli elementi richiesti dalla fattispecie formale, anche l'effetto, fintantoché sia possibile, vi si adatterà. Si preserva in tal modo la «tendenza generale» alla «massima conservazione possibile dell'efficacia, adattata naturalmente alle deviazioni o variazioni caso per caso diverse.» L'impostazione dogmatica sottesa alle considerazioni in questione (su cui si veda A. Falzea, *op. cit.*, 96 ss., spec. 121) inquadra la norma giuridica come una proposizione condizionale in cui si distinguono: a) una proposizione condizionante, quale antecedente fattuale di rilevanza e che condiziona un valore giuridico; b) una proposizione condizionata, ovvero sia l'effetto inteso quale «valore giuridico [...] attribuito al fatto» (e orientato alternativamente nella dimensione assiologica del potere o del dovere) e in ogni caso caratterizzato da una doppia componente, «di fatto» e «di valore»; c) un «rapporto di condizionalità» tra le predette componenti (evidenziato da un «connettivo interproposizionale»: «se-allora»).

⁸⁰ Cfr. D. Siclari, *op. cit.*, p. 9.

⁸¹ La verifica di appropriatezza non costituisce dunque un obbligo del gestore: cfr. N. De Luca, S.L. Furnari, A. Gentile, *op. cit.*, 5, nota 67.

⁸² Per l'investitore persona fisica, controvalore degli ordini non «superiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali»; per l'investitore persona giuridica, controvalore degli ordini non «superiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali.»

⁸³ Si veda comunque *infra*, par. 6. Rimane peraltro difficile individuare con certezza il passaggio dalla fase precontrattuale a quella contrattuale.

La seconda variante riguarda un gestore iscritto nella sezione ordinaria del registro il quale intenda invece verificare in proprio il livello di esperienza e conoscenza dell'investitore rispetto alla tipologia di sottoscrizione che andrà ad effettuare: in tal caso, verrà esercitata l'attività prevista dal comma 5-bis dell'art. 13 Reg. Consob.

L'aumento del livello di complessità dell'attività del gestore, in questa seconda ipotesi, emerge dall'architettura normativa come frutto di una sua libera scelta professionale, che si configura quasi come una facoltà *cum onere*⁸⁴.

Quali siano i margini di valutazione e i criteri professionali sottesi alla verifica di appropriatezza *de qua* non appare certo; in particolare, si pone la questione se alla stessa siano da riconoscere le medesime caratteristiche di quella prevista agli artt. 41 e 42 del Regolamento Intermediari⁸⁵ per i servizi finanziari diversi dalla consulenza e dalla gestione di portafogli o se la stessa abbia requisiti meno stringenti, essendo il gestore del portale un operatore professionale diverso dai soggetti che si occuperanno, in seguito, del perfezionamento degli ordini. Dal momento che l'operatività degli obblighi di adeguata verifica, previsti⁸⁶ dall'art. 17, comma 3, Reg. Consob in capo ai soggetti perfezionatori degli ordini, è esclusa (dal comma successivo) «quando il gestore effettua direttamente la verifica prevista dall'articolo 13, comma 5-bis», dovrebbe allora desumersi che la verifica effettuata dal gestore, sia pur iscritto nella sezione ordinaria del registro, deve intendersi dotata di tutti i crismi professionali idonei a garantire i medesimi effetti del test di appropriatezza previsto dal Regolamento Intermediari.

Essa si configura quale *condicio sine qua non* «di accesso alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte»; vi potrà procedere in via esclusiva chi abbia «fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finan-

⁸⁴ Invero, la struttura dei rapporti tra le parti sembrerebbe presentare una tipica figura di obbligazione alternativa: il gestore è obbligato, alternativamente, ad effettuare in proprio la verifica o a demandare tale compito ai soggetti perfezionatori. Senonché, la *littera legis* potrebbe anche essere interpretata come costitutiva di un'obbligazione facoltativa: l'ipotesi della verifica in proprio è presentata dal legislatore come effetto obbligante in qualche modo naturale e automatico del rapporto tra gestore e investitore; la verifica "rimandata" alla fase del rapporto con i soggetti perfezionatori sembrerebbe quasi una facoltà alternativa, essendo presentata come rilevante «qualora il gestore non effettui direttamente la verifica».

⁸⁵ Regolamento adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 (poi aggiornato con le modifiche apportate dalla delibera n. 19548 del 17 marzo 2016). Invero, il Regolamento è stato abrogato dalla delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 salvo quanto previsto dall'art. 4 della stessa. In particolare: le disposizioni del Libro II del regolamento previsto dall'art. 1 si applicano anche alle istruttorie in corso alla data dell'entrata in vigore della delibera n. 20307/2018 (20 febbraio 2018); fino alla data di avvio di operatività dell'albo unico dei consulenti finanziari si applicano le disposizioni previste dal Libro VIII, Parte III; fino alla data di avvio di operatività dell'Organismo di vigilanza e tenuta dell'albo unico dei consulenti finanziari si applicano le disposizioni previste dal Libro VIII, parte II.

⁸⁶ Sia pure nei limiti quantitativi già indicati.

ziari oggetto di offerta comportano», secondo la previsione dell'art. 15, comma 2, lett. b), Reg. Consob, che trova esclusiva applicazione in questa variante.

Nel momento valutativo sotteso alla predetta verifica sono necessarie competenza e professionalità del gestore: la seconda variante in esame si caratterizza, quindi, per una specificità tale da corroborare la tesi – diversamente dall'ipotesi precedente – di una possibilità di qualifica in termini di servizio d'investimento di cui all'art. 1, comma 5, T.U.F.⁸⁷, sebbene non sia agevole determinare quale⁸⁸.

Le altre due varianti di fattispecie si differenziano dalle precedenti e, al contempo, hanno in comune tra loro la presenza di un gestore in grado di operare nei mercati finanziari quale banca o impresa di investimento, essendo munita delle relative autorizzazioni⁸⁹.

Rilevano i criteri generali di comportamento degli intermediari finanziari previsti dall'art. 21 T.U.F., di cui però non è immediato cogliere il rapporto di eventuale specialità, o preminenza rispetto all'art. 13 Reg. Consob; le disposizioni in questione, infatti, presentano molti punti in comune. Ambedue le norme impongono al professionista di comportarsi «con diligenza, correttezza e trasparenza». Sennonché l'art. 21 T.U.F., a differenza dell'altra norma richiamata, aggiunge un *quid pluris*, prevedendo che l'attuazione degli obblighi sia finalizzata a «servire al meglio l'interesse dei clienti» e a perseguire «l'integrità dei mercati»⁹⁰.

Emerge così un duplice aumento del livello di attuazione degli obblighi richiamati, non rinvenibile nella formulazione dell'art. 13 Reg. Consob. Da un lato, gli intermediari finanziari sembrerebbero essere destinatari di un particolare obbligo di attenzione nei riguardi dell'investitore: l'esigenza di tutela della “parte debole” del rapporto⁹¹ arriverebbe a comprendere, nel settore dei mercati finanziari, addirittura un' incisiva cura degli interessi del cliente⁹², quale specificazione

⁸⁷ I medesimi servizi previsti dalla disposizione citata sono poi elencati anche nell'Allegato I, «Elenco dei servizi, delle attività e degli strumenti finanziari», Sezione A, «Attività e servizi di investimento», del T.U.F.

⁸⁸ Sembrerebbe piuttosto emergere una tipologia di servizio nuova, non codificata; in una prospettiva *de iure condendo*, si potrebbe addirittura immaginare di prevedere una fattispecie *ad hoc*.

⁸⁹ I soggetti coinvolti sono quelli elencati dall'art. 50-*quinquies*, comma 2, T.U.F.: Sim, imprese di investimento UE, imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia, gestori di cui all'articolo 1, comma 1, lettera q-bis), limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese e alle banche, autorizzati ai relativi servizi di investimento.

⁹⁰ La previsione è contenuta nella lett. a) dell'art. 21, comma 1, T.U.F. P. Lucantoni, *op. cit.*, 255, individua in questa ulteriore specificazione una sorta di «endiadi».

⁹¹ Essa è destinata a trovare il proprio limite nel sacrificio dell'interesse proprio (ad opera dell'altra parte del rapporto) secondo le regole del diritto comune. Cfr. A. Belotti, *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*, nota a Cass. civ., Sez. I, 27 aprile 2016, n. 8394, in *Contratti*, 2017, 2, 149 su rapporti dell'art. 21 T.U.F. con il diritto comune.

⁹² Conseguentemente, manca il momento dell'apprezzamento giudiziale per la valutazione di interessi contrapposti; v'è piuttosto una scelta del legislatore che «può condurre a richiedere condotte che non potrebbero mai essere imposte alla stregua del canone di buona fede. Queste condotte, richieste invece ai prestatori di servizi finanziari in ragione della complessità dei beni negoziati sui mercati finanziari e delle forti distorsioni cognitive che connotano la contrattazione, sono espressive di una strategia normativa tesa ad attivare un cir-

del dovere di assistenza posto in capo all'intermediario. Dall'altro lato, il riferimento all'integrità dei mercati sembra configurarsi quale stella polare che orienta il comportamento degli intermediari, nobilitando ma anche aumentando la complessità del loro operato⁹³.

L'ampiezza degli obblighi di tutela degli operatori professionali sarebbe giustificata proprio dalla duplicità degli interessi che il legislatore mira a tutelare, al di là della questione della preminenza dell'uno sull'altro⁹⁴; il primo campo di verifica dell'adeguatezza dei comportamenti dei professionisti è proprio quello informativo⁹⁵.

Il richiamo solo ad una parte della formulazione dell'art. 21, comma 1, lett. a), T.U.F., da parte dell'art. 13 Reg. Consob avalla la tesi interpretativa di una maggiore completezza e incisività della prima disposizione rispetto alla seconda⁹⁶. Ne dovrebbe discendere che i professionisti appartenenti alle categorie degli intermediari qualificati, poiché non esenti dall'applicazione degli artt. 21 e ss. T.U.F., siano tenuti ai più stringenti obblighi – quasi di protezione nei confronti dell'investitore – previsti dall'impianto normativo richiamato anche laddove operino come gestori di portali di *equity crowdfunding*; e ciò sebbene la disciplina del Regolamento Consob preveda – a questo punto (solo) per i gestori così detti “puri” – meno gravose situazioni di dovere.

cuito cooperativo tra intermediari e clienti allo scopo di ridurre il rischio di fallimenti del mercato»: R. Natoli, *Il contratto “adeguato”. La protezione del cliente nei servizi di credito, di investimento e di assicurazione*, Giuffrè, 2012, 84 ss.; Id., *Regole di validità e regole di responsabilità tra diritto civile e nuovo diritto dei contratti*, in *Banca Borsa tit. cred.*, 2012, I, 177.

⁹³ E conducendo le fattispecie ad eventuali fenomeni di adattamento dell'effetto al fatto. Cfr. sul punto 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: «la microprotezione dell'investitore è intrecciata alla difesa metaindividuale del mercato nel suo complesso.»

⁹⁴ In proposito, ritiene addirittura Cfr. 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, che la protezione dell'investitore sia un obiettivo solo indiretto dei particolarmente pregnanti obblighi previsti in capo agli investitori: la specificazione dei doveri di diligenza e correttezza sottenderebbe così il fine primario della «certezza del diritto dei mercati finanziari, elemento imprescindibile al buon funzionamento degli stessi». Al contrario, secondo M. Barcellona, *Mercato mobiliare e tutela del risparmio*, Milano, 2009, 56 ss., rilievo centrale è assunto dall'esigenza di tutela dell'investitore, quale fulcro di riferimento e parametro del giudizio di diligenza circa «la misura dello sforzo debitorio dovuto» dall'intermediario. Dello stesso avviso è R. Natoli, *Il contratto “adeguato”*, cit., 77, per il quale l'obiettivo primario dell'attuale sistema MiFID è la protezione degli investitori, la quale non si riduce ad un mero effetto indiretto della protezione dell'integrità del mercato (e ciò diversamente dalla precedente impostazione della direttiva 93/22 CEE).

⁹⁵ Per V. Scalisi, *op. cit.*, 168; M. Cian, *op. cit.*, 215-216, gli obblighi informativi manifestano già la doppia finalità di tutela dei clienti e del buon funzionamento dei mercati.

⁹⁶ E. Fregonara, *op. cit.*, 13, ritiene l'art. 13 Reg. Consob molto più semplicemente una «formula ridondante che pare ispirarsi ai principi comuni del diritto in materia di contratti, peraltro similmente enunciati nell'art. 21 T.U.F.»

Tra le altre norme contenute nella Parte Seconda, Titolo II, Capo II del T.U.F., rileverebbero gli artt. 22 e 23 T.U.F.⁹⁷, in grado di offrire un più incisivo grado di sicurezza.

L'art. 22 prevede la separazione tra il patrimonio proprio dell'intermediario e quanto lo stesso detenga per conto dei clienti. La disposizione successiva, tra le altre previsioni, rispettivamente al comma 1 e 6, richiede la forma scritta *ad substantiam* del contratto relativo alla prestazione di servizi di investimento e contiene una specificazione dell'onere probatorio⁹⁸.

In merito alla forma scritta, che dovrebbe essere requisito necessario solo in caso di gestore banca o SIM, essa sembrerebbe comunque essere esclusa stando ad un'interpretazione sistematica dell'intera normativa, al di là dell'efficacia dell'art. 23 T.U.F.⁹⁹.

Agli obblighi descritti si aggiungono quelli individuati nella base comune, operanti anche nei confronti dei gestori qualificati.

Quanto alla cifra peculiare di ognuna delle altre due varianti riguardanti gli operatori professionali qualificati, per il gestore che, pur potendo provvedere anche al perfezionamento degli investimenti grazie alle autorizzazioni di cui è munito, scelga comunque di demandare il relativo compito ad altri, gli obblighi sono strutturalmente assimilabili a quelli della seconda sotto-tipologia di fattispecie¹⁰⁰.

Qualora invece il gestore "qualificato" opti per prestare anche il servizio necessario alla conclusione della sottoscrizione¹⁰¹, lo stesso sarà tenuto, pur con una soglia minima di valore dell'investimento, all'osservanza delle disposizioni di

⁹⁷ Gli articoli successivi, invece, si occupano di diversi servizi d'investimento (art. 24 Gestione di portafogli; art. 24-bis Consulenza in materia di investimenti; art. 25 Attività di negoziazione nei mercati regolamentati, nei sistemi multilaterali di negoziazione e nei sistemi organizzati di negoziazione), nessuno dei quali, tuttavia, appare rientrare tra quelli potenzialmente rilevanti, come meglio vedremo in seguito.

⁹⁸ Di questo aspetto ci occuperemo *infra*, al par. 9.

⁹⁹ L'esclusione della forma scritta *ad substantiam* prevista espressamente per la conclusione del contratto d'investimento (art. 100-ter, comma 2-quater, T.U.F) si estende così all'accordo con il gestore. L'applicazione analogica trova fondamento in un ragionamento *a fortiori*: poiché il contratto di investimento non necessita di forma scritta *ad substantiam*, a maggior ragione ciò dovrà valere per l'ordine di adesione sul portale. L'eliminazione del requisito della forma scritta per l'*equity crowdfunding* è un'importante novità del Regolamento Consob a partire da febbraio 2016. Peraltro, già l'Autorità di vigilanza ha considerato l'adesione tramite *internet* quale modalità alternativa a quella che si perfeziona sottoscrivendo il modulo cartaceo, così «superando il vincolo di forma scritta necessaria per le sottoscrizioni iniziali relative a tutti i tipi di offerte pubbliche»: v. R. Torino, *La commercializzazione via internet di servizi di investimento e strumenti finanziari e il trading on line*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, II ed., (a cura di) e. Gabrielli, R. Lener, cit., 620.

¹⁰⁰ Cioè del gestore che proceda in proprio a verificare esperienza e conoscenza dell'investitore ai sensi dell'art. 13, comma 5-bis, Reg. Consob. Cambierebbe, al più, in questo caso, la sola disposizione rilevante nel caso di specie, ma non l'effetto concreto della previsione.

¹⁰¹ E cioè, invece di limitarsi a curare la fase di presentazione dell'offerta e di verifica di conoscenza ed esperienza dei potenziali investitori, provvede altresì a concludere per questi ultimi il negozio di sottoscrizione delle quote, gestendo integralmente il processo di raccolta.

derivazione MiFID e di cui alla Parte II del T.U.F., secondo l'esplicita previsione dell'art. 17, comma 3, Reg. Consob¹⁰².

Tale ultima variante di fattispecie, a differenze delle altre, pur caratterizzandosi per un esponenziale aumento di complessità delle situazioni di dovere cui il gestore dovrà dare attuazione, presenta nondimeno un'architettura soggettiva più semplificata. I protagonisti coinvolti nell'intera operazione sono infatti solo tre.

6. *Per una qualificazione del servizio del gestore*

Volendo tentare di qualificare l'attività del gestore¹⁰³, si osservi come i servizi d'investimento già codificati dal T.U.F. e che presentano maggiori punti di contatto l'*equity crowdfunding* potrebbero essere individuati, in ordine crescente di complessità:

- a) nella ricezione e trasmissione di ordini (ivi compresa l'eventuale attività di mediazione);
- b) nell'esecuzione di ordini per conto dei clienti;
- c) nel collocamento (*rectius*, sottoscrizione) senza assunzione a fermo o di garanzia¹⁰⁴.

Tuttavia, alcune manifestazioni del fenomeno potrebbero non essere ricondotte a nessuna delle predette ipotesi.

Potrebbe essere il caso della prima variante di fattispecie considerata, che vede il gestore come mero facilitatore della confluenza tra offerta e adesione alla stessa grazie all'incontro che avviene per mezzo della piattaforma *online*.

Il professionista non assume impegni di sottoscrizione dei titoli azionari nei confronti dell'offerente, al quale è piuttosto legato da un accordo che prevede la

¹⁰² L'attività professionale espletata ha così una natura complessa: oltre a (e prima ancora di) venire in rilievo il servizio d'investimento (prestato a valle dell'intera operazione e) finalizzato a concludere la sottoscrizione delle quote, l'impresa di investimento dovrà osservare tutte le obbligazioni dei gestori di portale nell'*equity crowdfunding* efficaci nella loro configurazione più completa, essendo richiesto in questo caso il grado massimo di professionalità.

¹⁰³ Ci si chiede se l'*equity crowdfunding* possa non essere qualificato come servizio d'investimento in caso di assenza di intermediari tra investitori e offerenti. In una prospettiva *de iure condendo*, esso potrebbe essere guardato in una forma del tutto "disintermediata"; la stessa originaria impostazione del *crowdfunding* non presuppone la presenza di un intermediario come elemento ineludibile di fattispecie. Ha sviluppato una simile prospettiva F. Accetella, N. Ciocca, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, 2017, 2, 268.

¹⁰⁴ Rispettivamente previsti dalle lettere e), b) e c-bis) del comma 5 dell'art. 1 del T.U.F., nonché, sempre in quest'ultimo testo normativo, ai numeri 1, 2 e 7 dell'Allegato I (Elenco dei servizi, delle attività e degli strumenti finanziari), Sezione A (Attività e servizi di investimento). Non manca chi sottolinea come sarebbe stato auspicabile un'espressa classificazione in termini di servizio accessorio: così S. Rizzo, *Intermediari Finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *Rivista della Regolazione dei mercati*, 2014, 2, 315.

mera pubblicazione dell'offerta sul portale – ma non il buon esito della stessa – dietro il pagamento di un corrispettivo¹⁰⁵.

L'assenza di impegno a compiere atti in nome e per conto delle parti, con conseguente esclusione della rilevanza dello schema contrattuale del mandato, è visibile anche guardando al rapporto dalla prospettiva dell'investitore¹⁰⁶.

Maggiori punti di contatto potrebbero essere rinvenuti con la ricezione e trasmissione di ordini di cui all'art. 1, comma 5, lett. e) T.U.F., visto che il processo di raccolta dei capitali avviene facendo ricorso ad un intermediario autorizzato. Tuttavia, mancherebbe il momento di verifica della situazione di esperienza e competenza dell'investitore da parte del gestore; requisito, questo, che costituisce presupposto indefettibile di qualunque servizio d'investimento¹⁰⁷.

Quanto alla mediazione¹⁰⁸, il dubbio sulla sua rilevanza deriva: dall'accezione che s'intende attribuire alla *littera legis*, che la definisce lapidariamente come «attività consistente nel mettere in contatto due o più investitori, rendendo così possibile la conclusione di un'operazione tra loro»¹⁰⁹; dalla verifica di appropriatezza¹¹⁰, non espletata nel caso in esame, ma che costituisce presupposto indefettibile della mediazione.

¹⁰⁵ Al più è percorribile l'ipotesi della conclusione di un accordo di consulenza con l'offerente: cfr. All. 2, lett. A) n. 2 del Regolamento. Il corrispettivo può prevedere un ammontare minimo per la pubblicazione dell'offerta (sostanzialmente a copertura delle spese), oltre ad un compenso più elevato in caso di raggiungimento dell'obiettivo.

¹⁰⁶ Peraltro, manca anche un comportamento del gestore che finalizzi l'investimento concludendo l'accordo di sottoscrizione degli strumenti finanziari con l'offerente: tale aspetto conduce ad escludere la rilevanza del servizio di esecuzione di ordini.

¹⁰⁷ Infatti, l'art. 21, lett. b), T.U.F. prevede l'obbligo per l'intermediario di «acquisire le informazioni necessarie dai clienti e operare in modo che essi siano sempre adeguatamente informati»; tipica specificazione di tale obbligo è l'attuazione delle regole di appropriatezza di cui agli artt. 41 e 42 del Regolamento Intermediari. Ne discende che anche la ricezione e trasmissione di ordini può dirsi integrata (solo) allorché un operatore professionale non si limiti a fornire informazioni all'investitore sulla tipologia delle operazioni che quello intende concludere, ma si attivi anche per ottenere a sua volta informazioni dall'investitore stesso sul livello di conoscenza, esperienza, comprensione delle caratteristiche delle operazioni che intende concludere. Ne consegue una bidirezionalità del flusso informativo, su cui si vedano le osservazioni di M. Maggiolo, *op. cit.*, 357, nonché di R. Natoli, *Il contratto "adeguato"*, cit., 14 (ma soprattutto 70).

¹⁰⁸ Ricompresa nella ricezione e trasmissione di ordini secondo l'indicazione dell'art. art. 1, comma 5-sexies, T.U.F. che rimanda esplicitamente al comma 5, lett. e).

¹⁰⁹ Così si esprime l'art. 1, comma 5-sexies, T.U.F. Più approfondita è la definizione di mediatore che si rinviene nel codice civile (art. 1754 c.c.) e che qualifica il *genus* di intermediario cui appartiene anche quello finanziario. Ove si ritenesse presupposto ineludibile un comportamento attivo e propositivo dell'intermediario che generi l'incontro offerente-sottoscrittore per mezzo di un'attività in un certo senso anche di persuasione, il servizio in questione dovrebbe essere escluso.

¹¹⁰ Al di là del fatto che il regolatore non l'abbia definita tale. Nella sostanza, infatti, ciò che ha luogo è proprio un'attività esattamente sovrapponibile alla verifica di appropriatezza, dal momento che i doveri individuati sono identici a quelli indicati dal Regolamento intermediari che la prevede e disciplina. Sorge il dubbio che la fattispecie possa non essere stata qualificata espressamente in tal senso per coerenza con la *ratio legis* di non far ritenere riconducibile ad alcuno dei servizi d'investimento lo schema più semplice di gestione del portale.

Pertanto, nell'ipotesi di gestione del portale condotta secondo il primo sottotipo di *equity crowdfunding* esaminato, il superiore argomento porterebbe ad escludere l'operatività di qualunque servizio d'investimento, di cui la verifica richiamata è sempre requisito necessario¹¹¹.

La fattispecie considerata, in definitiva, presenta caratteristiche alquanto peculiari, sicché potrebbe forse essere qualificata come figura negoziale autonoma, caratterizzata da una struttura trilaterale – o da un doppio rapporto bilaterale che coinvolge il gestore, in base alla prospettiva d'osservazione – integrante un contratto sinallagmatico oneroso, i cui effetti superano il vaglio di meritevolezza di cui all'art. 1322 c.c.¹¹².

Il secondo "sotto-tipo" condivide con il precedente le ragioni di tendenziale esclusione della possibilità di qualificazione in termini di servizio di collocamento ed esecuzione di ordini per conto dei clienti, mentre presenta maggiori punti di affinità con il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, pur non essendo a quello esattamente sovrapponibile¹¹³.

Mancherebbe, infatti, in questo caso, l'ostacolo della mancanza di raccolta di informazioni presso l'investitore¹¹⁴. Nondimeno, tale proposta qualificatoria potrebbe finire per trascurare la peculiare struttura del rapporto, trilaterale o a doppia bilateralità in base alla modalità di scansione delle fasi di raccolta. Riferirsi esclusivamente alla ricezione e trasmissione di ordini rischia di portare ad un'eliminazione della considerazione della figura dell'offerente e dei suoi rapporti con il gestore del portale¹¹⁵.

¹¹¹ Per gli stessi motivi, in questa ipotesi non si potrebbe forse neanche ragionare *de iure condendo* nella prospettiva di un intervento regolamentare del Ministero dell'Economia che, «al fine di tener conto dell'evoluzione dei mercati finanziari», individui un nuovo servizio d'investimento.

¹¹² R. Caratozzolo, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *Riv. Trim. di Dir. dell'Economia*, 277, parla di offerta al pubblico di strumenti finanziari, ma «dotata di tratti distintivi tipizzanti che ne consentono una configurazione autonoma e diversa rispetto alle ordinarie operazioni di appello al pubblico risparmio disciplinate dal T.U.F.».

¹¹³ Pertanto, riprenderebbero vigore due impostazioni: la configurabilità come ibrido negoziale atipico *ex art. 1322 c.c.*; la riemersione della possibilità di immaginare un servizio d'investimento nuovo e innominato, che tenga conto auspicabilmente del coinvolgimento nel rapporto con il gestore tanto dell'investitore quanto dell'offerente.

¹¹⁴ Peraltro, l'esenzione facoltativa dall'applicazione della disciplina MiFID, prevista dall'art. 3, par. 1, della Direttiva in favore di chi presti solo il servizio di ricezione e trasmissione di ordini, costituirebbe un ulteriore argomento a favore della tesi. La stessa Esm, *Investment-based crowdfunding. Insights from regulators in the EU*, 13 maggio 2015, 16, riconduce il servizio maggiormente svolto dalle piattaforme di *crowdfunding* (anche in Italia) alla ricezione e trasmissione di ordini.

¹¹⁵ La fattispecie di *equity crowdfunding* considerata, infatti, non coinvolge solo un investitore che effettua un ordine e un professionista che lo riceve e lo trasmette ad altro intermediario, ma nasce dall'iniziativa di un soggetto offerente. Tale aspetto verrebbe del tutto obliterato qualora si ritenesse di assimilare l'intera operazione al servizio di ricezione e trasmissione ordini, non tenendo conto del ruolo propulsivo del soggetto offerente nella complessa operazione finanziaria.

Inoltre, l'obbligo di *best execution*¹¹⁶ non sarebbe operante nei confronti del gestore del portale diverso da un'impresa di investimento o da una banca autorizzata. Era stato altresì osservato un ulteriore elemento di discrasia: mentre l'*equity crowdfunding*, riguardando la sottoscrizione di quote, si sviluppa nel mercato primario, diversamente i servizi di esecuzione e di ricezione e trasmissione di ordini trovano il loro "habitat" nel mercato secondario, avendo per l'appunto ad oggetto ordini di scambio (acquisto e vendita) di titoli¹¹⁷.

Tale critica, invero, potrebbe ritenersi ad oggi superata, dopo la (pur timida) apertura dell'*equity crowdfunding* al mercato secondario, operata dall'ultima modifica del Regolamento (con Delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019) unitamente al riconoscimento della possibilità di collocare titoli di debito.

Tutte le superiori argomentazioni potrebbero essere estese alla terza variante, che è strutturalmente analoga alla precedente, svolgendosi i rapporti tra le parti negli stessi termini e con gli stessi obblighi in capo al gestore.

Per la qualificazione dell'ultimo sotto-tipo, il ruolo del gestore risulta più complesso, a fronte di una strutturale semplificazione soggettiva e del conseguente intersecarsi dei rapporti tra le parti; manca il quarto soggetto intermediario perfezionatore degli ordini. Curando il perfezionamento di questi lo stesso gestore, sotto il profilo dei rapporti con l'investitore il servizio prestato potrebbe essere qualificato come esecuzioni di ordini, sebbene tale inquadramento, pur tenendo conto del rapporto intermediario-investitore, lascia in un cono d'ombra la considerazione della controparte del negozio d'investimento concluso. Un simile inconveniente verrebbe eliminato riconducendo il servizio al 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.

In favore di detta qualificazione si pone anche la circostanza della sussistenza di un accordo preliminare sul corrispettivo in favore dell'intermediario, oltre alle modalità di esecuzione dell'attività di pubblicizzazione dell'offerta attraverso il portale¹¹⁸, che inoltre si rivolge ad una "folla" di potenziali investitori, formulando un'offerta standardizzata alle condizioni pattuite con l'offerente¹¹⁹.

¹¹⁶ Intendendosi l'obbligo di adottare «tutte le misure ragionevoli per ottenere il miglior risultato possibile per i clienti» (art. 48, comma 1, Reg. Intermediari). Secondo F. Annunziata, *op. cit.*, 153-154, per *best execution* non s'intende la migliore esecuzione possibile, ma «la migliore esecuzione che l'intermediario è in grado di ottenere nell'ambito della – anche ristretta – cerchia di sedi di esecuzione da esso stesso selezionate in via preventiva.»

¹¹⁷ Cfr. N. Accetella, F. Ciocca, *op. cit.*, 264-265.

¹¹⁸ S. Rizzo, *op. cit.*, 315.

¹¹⁹ Tali aspetti sembrano riprendere la stessa definizione che gli orientamenti Consob esplicitano del servizio di sottoscrizione-collocamento. Cfr. Comunicazioni Consob 9 luglio 1997, n. DIN/9700642 e 20 maggio 2003, n. DEM/3033091: «il servizio di collocamento consiste nell'offerta in vendita o sottoscrizione, a condizioni predefinite, di un determinato quantitativo di prodotti finanziari, ad una cerchia di possibili investito-

7. Valore dell'informazione e responsabilità del gestore

Tenendo presente quanto sin qui osservato, si tenta ora di delimitare l'ambito della responsabilità del gestore, impostando l'indagine secondo il parametro di riferimento dell'informazione, delle sue caratteristiche e del suo valore¹²⁰; anche per l'analisi delle forme patologiche del rapporto appare utile passare al vaglio dapprima le situazioni comuni a tutte le ipotesi individuate come "sottotipi" dell'*equity crowdfunding*.

Il rapporto tra gestore e investitore si inquadra come contratto del commercio elettronico¹²¹, cui è applicabile la disciplina sulla commercializzazione a distanza dei servizi finanziari (artt. 67-*bis* e ss. Cod. Cons.¹²²) ove l'investitore sia un consumatore. Rispetto a tale disciplina, nondimeno, ha la prevalenza – almeno in parte – l'impianto normativo sull'*equity crowdfunding*.

La violazione degli obblighi informativi precontrattuali determina la responsabilità del professionista, come definitivamente chiarito dalla giurisprudenza di legittimità, che ha da tempo precisato come, in questi casi, non possa derivare un'invalidità contrattuale, salvo che ciò non sia espressamente previsto dal legislatore¹²³. Le così dette sentenze "gemelle" delle sezioni unite¹²⁴ hanno negato l'e-

ri, sulla base di un accordo preventivo che intercorre tra l'intermediario collocatore e il soggetto che emette o vende i prodotti finanziari.»

¹²⁰ L'informazione rappresenta un bene primario nel settore dei servizi finanziari; essa è oggetto dei principali obblighi dei soggetti coinvolti nelle operazioni finanziarie, sicché un adeguato transito dei flussi informativi dall'uno all'altro rivela un'attuazione degli effetti obbliganti soddisfattiva o meno degli interessi della fattispecie.

¹²¹ Cfr. F. Bravo, *Commercio elettronico*, in *Enc. dir., Annali*, V, Milano, 2012, 255 e 260. Segnatamente, l'ipotesi è di commercio elettronico "diretto": ogni fase del contratto, dall'offerta e fino all'attuazione degli obblighi, si sviluppa *online* (ivi, 160).

¹²² Per quanto non disciplinato dalla normativa consumeristica, opera in via sussidiaria il D.Lgs. n. 70/2003, di attuazione della direttiva 2000/31/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa a taluni aspetti giuridici dei servizi della società dell'informazione, in particolare il commercio elettronico, nel mercato interno, in virtù del richiamo operato dall'art. 68 cod. cons.

¹²³ L'argomento a sostegno della predetta tesi è stato individuato dal supremo consesso della Corte di Cassazione proprio nella regola speciale di nullità prevista dall'art. 67-*septiesdecies*, comma 4, cod. cons., per i servizi finanziari commercializzati a distanza.

¹²⁴ 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. In proposito, si vedano anche i commenti di F. Galgano, *Il contratto di intermediazione finanziaria davanti alle Sezioni unite della Cassazione*, in *Contr. e impresa*, 2008, 1 ss.; A. Albanese, *Regole di condotta e regole di validità nell'attività di intermediazione finanziaria: quale tutela per gli investitori delusi?*, in *Corr. Giur.*, 2008, 107 ss.; D. Maffei, *Discipline preventive nei servizi di investimento: le Sezioni Unite e la notte (degli investitori) in cui tutte le vacche sono nere*, in *Contratti*, 2008, 403 ss. Favorevoli alla tesi della nullità del contratto, con conseguente tutela restitutoria, ritenuta più idonea a garantire il recupero delle somme impiegate dall'investitore nell'operazione, erano anche A. Perrone, *Servizi di investimento e violazione delle regole di condotta*, in *Riv. Società.*, 2005, 1012 ss.; F. Sartori, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari. Disciplina e forme di tutela*, Milano, 2004, 51 ss. In precedenza, sosteneva, tra gli altri, l'inadeguatezza delle regole di comportamento (e segnatamente del dovere di buona fede) a veicolare requisiti di validità della fattispecie contrattuale G. D'Amico, *"Regole di validità" e principio di correttezza nella formazione del contratto*, Napoli, 1996.

sistenza, nel diritto vigente, di una sanzione generale d'invalidità per violazione di obblighi d'informativa precontrattuale. In tali ipotesi, non potendo invocarsi la nullità per violazione di norme imperative di cui all'art. 1418, comma 1, c.c., le conseguenze andrebbero individuate nella responsabilità dell'intermediario – precontrattuale o contrattuale, in base al momento in cui si è verificata la violazione, cioè nella fase di formazione o di esecuzione del contratto¹²⁵ – con obbligo risarcitorio ed eventuale risoluzione del contratto¹²⁶.

Tale regime generale può essere derogato solo da una previsione esplicita in termini di invalidità e in particolari casi: esempio paradigmatico in tal senso è costituito dall'art. 67-*septiesdecies*, comma 4, cod. cons., che prevede la nullità del contratto allorquando il fornitore violi gli obblighi di informativa precontrattuale in modo da alterare in modo significativo la rappresentazione delle caratteristiche del contratto (comma 4)¹²⁷.

Proprio tale ipotesi è astrattamente configurabile con una certa probabilità nella fattispecie dell'*equity crowdfunding*¹²⁸.

Ove il gestore pubblici notizie non corrette o non chiare, fuorvianti od omissive rispetto a quelle fornite dall'offerente, con ciò determinando l'impossibilità per l'investitore di comprendere la natura dell'investimento e, dunque, di decidere consapevolmente, si integreranno gli estremi della violazione degli obblighi in fase precontrattuale. In presenza una pubblicazione di notizie inadeguata rispetto alle prescrizioni normative (cfr. art. 13 Reg. Consob)¹²⁹, la mancata comprensione o consapevolezza delle scelte d'investimento dovrebbe emergere presuntivamente, avendo il gestore l'onere di dimostrare il contrario.

¹²⁵ Per approfondimenti sulla natura della responsabilità, v. M. Maggiolo, *op. cit.*, 497.

¹²⁶ Con l'occasione, gli ermellini hanno autorevolmente esplicitato la differenza tra regole contrattuali di validità e di responsabilità: la violazione degli obblighi informativi da parte dell'intermediario finanziario andrebbe ricondotta alle seconde e non alle prime, consistendo in un comportamento materiale difforme. V. però M. Barcellona, *op. cit.*, 49 ss., secondo cui il vero *discrimen* tra inadempimento e invalidità risiede non tanto nella «qualità» delle norme imperative, alcune recanti regole di validità e altre regole di comportamento, quanto piuttosto nei «modi diversi di violare le norme imperative. Precisamente, una medesima norma imperativa può essere violata tanto da una regola negoziale che da un comportamento materiale difforme»: nel primo caso si verificherà la nullità della clausola difforme; nel secondo caso «seguiranno i rimedi propri dell'inadempimento di un obbligo contrattuale.» Non si avrebbe nullità non già perché taluni obblighi non attengano ad «elementi intrinseci della fattispecie negoziale, relativi alla struttura o al contenuto del contratto» (così Cass., ss. uu., n. 26724/2007), «ma semplicemente perché la loro violazione integra addirittura l'inattuazione di uno scambio conformato dalla legge»).

¹²⁷ La nullità in questione è relativa, solo il consumatore può farla valere; essa, inoltre, obbliga le parti alla restituzione di quanto ricevuto e fa salvo il diritto del consumatore ad agire per il risarcimento dei danni (comma 5).

¹²⁸ Gli obblighi d'informativa precontrattuale potrebbero non essere rispettati dal gestore, determinando un'alterazione della rappresentazione delle caratteristiche degli strumenti consigliati.

¹²⁹ Che si potrebbe sostanziare: in una superficiale gestione del sito; in un'eccessiva semplificazione delle informazioni, mascherata da esigenze di sinteticità; nell'eliminazione di qualche aspetto determinante sulla rischiosità del progetto per cercare di nascondere agli investitori.

Analoghe considerazioni valgono qualora vengano pubblicate informazioni inadeguate e non esaustive sulla gestione del portale, in violazione dell'art. 14 Reg. Consob; o ancora qualora il portale fornisca informazioni criptiche e fraintendibili sull'investimento in strumenti finanziari tramite portali, che invece l'art. 15 Reg. Consob individua analiticamente prescrivendone una comunicazione «sintetica e facilmente comprensibile».

Anche qualora il gestore: non verifichi che l'investitore abbia visionato le informazioni di *investor education* contenute nel sito Consob; non acquisisca la dichiarazione di sostenibilità economica dell'eventuale intera perdita dell'investimento (art. 15 Reg. Consob); pubblichi informazioni non complete riguardo le singole offerte (art. 16 Reg. Consob)¹³⁰, potrebbe essere teoricamente impedito al cliente di approdare consapevolmente a questa peculiare forma di investimento.

Le violazioni sin qui evidenziate rilevano ai sensi dell'art. 1337 c.c., costituendo un'ipotesi di violazione della buona fede nella fase precontrattuale.

L'invalidità del negozio tra gestore e investitore si produce poiché vi è una conclusione a distanza dello stesso; diversamente, contro l'inadempimento degli obblighi informativi precontrattuali da parte del gestore assumerebbe rilevanza la (sola) responsabilità.

Essa, invero, è invocabile anche quando siano violati obblighi della successiva fase – precipuamente contrattuale – di accesso al portale e adesione alle offerte di sottoscrizione: qui l'inadempimento può emergere in diversi modi, non avendo ad oggetto gli obblighi del gestore esclusivamente il passaggio dell'informazione.

Potrebbe non essere garantito il diritto di recedere dall'ordine di adesione all'offerta (art. 13, comma 5, Reg. Consob), per l'assenza di un meccanismo all'uopo predisposto; i *software* per la gestione delle richieste potrebbero non funzionare, o ancor prima non essere adeguati; potrebbe non essere stata verificata la previsione, all'interno dello statuto o dell'atto costitutivo dell'offerente, del diritto di recesso o di co-vendita¹³¹.

Essendo impostata l'attività della piattaforma sulla base di un algoritmo, non è escluso che i danni all'investitore derivino, oltre che da un comportamento umano, anche da un malfunzionamento del *software*.

¹³⁰ Per non essersi accorto di macroscopiche incongruenze dell'offerta; o per aver omesso la pubblicazione di considerevoli variazioni o di aggiornamenti, o per averlo fatto in maniera fuorviante.

¹³¹ Ancora, la responsabilità contrattuale del gestore nei confronti dell'investitore può essere generata da una serie di inadempimenti nella gestione del portale, come la negligenza dei controlli (o la loro assenza), da cui derivino eventuali frodi o violazioni degli obblighi di *data protection*, o un pregiudizio non riparabile nel sistema di raccolta delle adesioni, contravvenendo a quanto prescritto dall'art. 18 Reg. Consob. Un cortocircuito del sistema attiverebbe un'ipotesi di responsabilità da inadempimento, ma il risarcimento sarà dovuto solo in presenza di un pregiudizio effettivo e dimostrato, agganciato tuttavia non ad uno sfortunato investimento, quanto piuttosto all'illecita dispersione di dati sensibili. Sotto questo profilo, non sarebbe peregrina l'ipotesi di ritenere il gestore sottoposto ad un regime ancora più stringente di responsabilità, poiché l'attività esercitata sarebbe assimilabile all'esercizio di attività pericolosa di cui all'art. 2050 c.c.

Sebbene infatti il servizio di *crowdfunding* sia reso possibile dal progresso della tecnologia, non può del tutto essere escluso (pur essendo poco probabile) che, a motivo di un errore originario di progettazione algoritmica, o di un cortocircuito di funzionamento della piattaforma, si generino ipotesi di danno, o comunque non sia possibile procedersi alle fasi prescritte *ex lege* (come la raccolta delle dichiarazioni dell'investitore o il passaggio delle necessarie informazioni a quest'ultimo).

E quanto più la variante di *equity crowdfunding* aumenta di complessità, tanto più emergono ipotesi di rischio.

Ove gli scenari prospettati si verifichino nella fase in cui l'investitore ha già avuto accesso al portale e alle offerte, essi sono ascrivibili all'inadempimento contrattuale¹³².

Le considerazioni sin qui svolte valgono indifferentemente per tutte le varianti dell'*equity crowdfunding*. Vi sono poi situazioni univocamente riguardanti una o solo alcune.

Nella prima variante, in cui il gestore (iscritto nella sezione ordinaria del registro) non procede a verificare il livello di esperienza e conoscenza dell'investitore, questi si rende inadempiente qualora ometta di acquisire dal potenziale sottoscrittore l'attestazione di non superamento delle soglie d'investimento.

Il gestore "ordinario" che abbia scelto di verificare l'appropriatezza, così come il gestore "di diritto", abilitato al perfezionamento degli ordini ma che non proceda in tal senso, limitandosi appunto alla sola verifica di appropriatezza, si renderebbe inadempiente ove le indagini sul livello di esperienza e conoscenza del cliente¹³³ siano del tutto insufficienti, con conseguente trasmissione dell'ordine all'intermediario perfezionatore carente di ogni valutazione; l'inadempimento verrebbe integrato anche allorquando la verifica sia stata effettivamente e adeguatamente condotta ma, pur essendo manifesta l'inappropriatezza dell'investimento per il profilo dell'investitore sulla base delle informazioni acquisite, il gestore ometta di avvertirlo¹³⁴.

Nella quarta variante di fattispecie, alle ipotesi già esaminate si affiancano quelle di un possibile inadempimento nei passaggi successivi di perfezionamento degli ordini, ove non eseguito in ossequio ai parametri di diligenza e *best execution* previsti in generale dalle regole di comportamento degli intermediari finanziari e in particolare per il singolo servizio che si ritenga avere rilevanza.

¹³² Anzi, è proprio nell'esigenza di garantire un accesso consapevole alle offerte e, dunque, una scelta ponderata dell'opzione di investimento che si sostanzia l'attuazione degli effetti obbligatori tipici del già concluso negozio tra gestore e investitore.

¹³³ Ad esempio per eccessiva sinteticità o superficialità nella formulazione delle domande.

¹³⁴ L'inadempimento, in tal caso, potrebbe dipendere dalla scarsa attenzione al profilo d'investimento che emerge dalla verifica, dettata da negligenza nella prestazione dell'attività professionale; ma anche – sia pure in ipotesi limite – da un intento di massimizzazione dei profitti, che porti il gestore a correre consapevolmente (quasi con dolo eventuale) il rischio di una mancata avvertenza, pur necessaria nel caso concreto.

Secondo la ricostruzione proposta nella presente indagine, essendo stato ricondotto il servizio svolto dal gestore-perfezionatore alla sottoscrizione senza assunzione a fermo o di garanzia¹³⁵, il comportamento dell'intermediario sarà vagliato anche alla luce degli accordi retrostanti con l'offerente, oltre che sulla base dell'incisività degli obblighi previsti dagli artt. 21 e ss. T.U.F.

8. (Segue): *Fornitore (terzo) dell'algoritmo per il funzionamento del portale*

Un aumento di complessità nella struttura del rapporto deriva dall'ipotesi – peraltro non infrequente – di differenziazione soggettiva tra gestore della piattaforma-prestatore del servizio di *crowdfunding* ed elaboratore-fornitore (a vario titolo) della tecnologia algoritmica alla base del funzionamento della piattaforma.

Le situazioni di richiamata differenziazione soggettiva potrebbero comportare una diversa distribuzione delle responsabilità sotto molteplici aspetti. Il gestore¹³⁶ potrebbe rivalersi sul *provider* del *software* che abbia fornito un algoritmo “difettoso”, con rimedi variabili in base alla tipologia di rapporto.

Il *software*, infatti, potrebbe essere stato oggetto di vendita. Oppure, potrebbe essere stato fornito in *outsourcing* il servizio che lo stesso garantisce. L'esternalizzazione consiste in un generico riferimento a variegiate forme di decentramento di parti di un'attività economica: essa si configura quale contratto sinallagmatico atipico, disciplinato mutuando tutte o alcune norme di una fattispecie tipizzata sulla base degli specifici accordi intercorsi¹³⁷. Potrebbe altresì rilevare un contratto di sviluppo di *software*¹³⁸ in cui, diversamente dall'esternalizzazione, non viene collocata al di fuori della sfera di operatività del gestore un'attività, ma lo stesso gestore riceve quello “strumento algoritmico” in grado di garantirgli l'espletamento in proprio delle attività automatizzate nella sequela del *crowdfunding*¹³⁹.

Comunque le situazioni descritte non eliminano la responsabilità del gestore nei confronti dell'investitore in caso di esiti pregiudizievoli per quest'ultimo

¹³⁵ Quale servizio omologo al collocamento ma riguardante titolo “nuovi”, ancora da sottoscrivere, non già precedentemente sottoscritti e da vendere, appunto “collocandoli” sul mercato.

¹³⁶ A sua volta condannato al risarcimento e che, pertanto, avrebbe interesse ad ottenere il ristoro dei costi a tal motivo sopportati.

¹³⁷ Spesso si sostanzia in un appalto o in una cessione di ramo d'azienda: cfr. Cass. 2 ottobre 2006, n. 21287, in *Giur. Dir.*, 2006, 42, 521; si veda in proposito anche *Outsourcing*, in *Contratti. Formulario commentato*, a cura di F. Macario, A. Addante, II ed., 2014, p. 2011.

¹³⁸ Cfr. in proposito V.M. De Sanctis, *La protezione delle opere d'ingegno*, vol. 2, Milano, 2003, 601 ss.

¹³⁹ La struttura del rapporto lo potrebbe rendere riconducibile ad una locazione atipica: cfr. G. Sbisà, *Profili generali dei contratti di utilizzazione dei computers*, in *I contratti di utilizzazione del computer*, in G. Alpa (a cura di), *I contratti di utilizzazione del computer*, Milano, 1984, vol. I, 32; L. Bregante, *La tutela del software*, Torino, 2003, p. 185 e altri riferimenti bibliografici *ivi* contenuti.

nello svilupparsi del rapporto *lato sensu* riconducibili alla sfera degli obblighi che l'impianto normativo pone in capo al prestatore del servizio di *crowdfunding*;

Tale conclusione sarebbe confermata dall'art. 31 del Regolamento Delegato UE n. 565/2017¹⁴⁰, il quale prevede espressamente che «le imprese di investimento che esternalizzano funzioni operative essenziali o importanti restano pienamente responsabili del rispetto di tutti gli obblighi imposti loro dalla direttiva 2014/65/UE».

La disposizione citata appare una *species* di quanto previsto dall'art. 1228 c.c. sulla responsabilità per fatto degli ausiliari¹⁴¹; quest'ultima, tuttavia, esplicitamente ammette una deroga negoziale, che non sembrerebbe riconoscibile nella precedente ipotesi¹⁴².

Se il *software* sia stato acquistato, dovrebbero trovare applicazione le regole in materia di contratto di vendita¹⁴³, le quali si rivelano nondimeno inadatte alla tutela degli interessi, poiché non pertinenti rispetto allo svilupparsi della fattispecie concreta.

Nondimeno, la possibilità di individuare un diverso e più efficace rimedio trova conforto nella Giurisprudenza, che in un caso in cui erano stati dimostrati i vizi del bene venduto, ha affermato la responsabilità extracontrattuale del venditore, rilevabile «tutte le volte in cui l'inadempimento del contratto di vendita abbia causato una lesione al buon nome dell'azienda del compratore, od al suo avviamento commerciale»¹⁴⁴. Viene così invocato il danno all'immagine, quale lesione della reputazione e compromissione dell'immagine professionale di un'impresa¹⁴⁵: successivamente, una serie di pronunce della Corte di Cassazione hanno confermato tale approdo¹⁴⁶, affinando la ricostruzione ermeneutica con l'individuazione, in capo al venditore, in tema di vizi della cosa venduta, del

¹⁴⁰ Una disciplina analoga era posta dall'art. 21 Reg. Banca d'Italia-Consob 29.10.2007.

¹⁴¹ L'art. 21 Reg. Consob. 2007 è considerato dalla dottrina (cfr. F. Parrella, *Il contratto di consulenza finanziaria*, in Aa.Va., *I contratti del mercato finanziario*, II ed., (a cura di) e. Gabrielli, R. Lener, cit., 1056, spec. nota 80) un valido argomento per ricondurre le attività esternalizzate all'art. 1228 c.c. e alla figura del submandato cui è applicabile la disposizione richiamata, piuttosto che alla sostituzione nel mandato, con conseguente applicabilità della più blanda disciplina di cui all'art. 1717 c.c. (in cui il mandatario rimane responsabile solo se la sostituzione non era stata autorizzata o non era «necessaria per la natura dell'incarico»).

¹⁴² Cionondimeno, ove sia ravvisabile l'ascrivibilità dei pregiudizi a fatti o atti del progettista, venditore, fornitore a vario titolo del *software* algoritmico alla base della piattaforma di *equity crowdfunding*, non è da escludersi che su quest'ultimo possa rivalersi il gestore, così da ottenere il ristoro dei costi sostenuti a motivo del difetto pregiudizievole che abbia dato luogo ad una sua responsabilità nei confronti del cliente-investitore.

¹⁴³ Si pensi alla garanzia per i vizi con gli specifici effetti (art. 1492 c.c.) e i brevi termini di decadenza e prescrizione previsti per l'attivazione della stessa (art. 1495 c.c.), nonché alle limitazioni al risarcimento del danno derivante dai vizi della cosa venduta (art. 1494 c.c.).

¹⁴⁴ Cass., 5 febbraio 1998, n. 1158, in *Giur. it.*, 1999, 32.

¹⁴⁵ Esso si configura poiché i potenziali o gli attuali clienti arrivano ad associare al marchio del consulente gli errori di progettazione, pur di per sé riconducibili allo sviluppatore.

¹⁴⁶ Cfr., tra le altre, Cass., 8 maggio 2008, n. 11410, in *Giust. Civ. mass.*, 2008, 5, 685; Cass., 11 febbraio 2014, n. 3021, in *Foro. It.*, 2014, I, 2176.

«concorso di una responsabilità risarcitoria *ex contractu* con una di tipo aquiliano qualora il danno lamentato dall'acquirente ex art. 2043 c.c. si configuri [...] come conseguenza ulteriore del malfunzionamento della *res*, a sua volta produttivo di autonomi ed indipendenti eventi dannosi»¹⁴⁷.

Il danno all'immagine professionale, che dovrà comunque essere dimostrato da chi ne lamenta la lesione, si potrà configurare come pregiudizio tanto economico¹⁴⁸ quanto non patrimoniale.

Alle medesime conclusioni su rivalsa e risarcimento del danno si può pervenire nell'ipotesi in cui il gestore abbia attivato il funzionamento della piattaforma ricorrendo all'*outsourcing*, viepiù allorquando manchi una regolamentazione negoziale di un eventuale riparto della responsabilità.

9. *La tutela rimediale dell'investitore*

Nei casi di responsabilità dell'intermediario-gestore¹⁴⁹, o nelle ipotesi di invalidità speciale, all'investitore sarà dovuto il risarcimento per i danni subiti. Questi possono trovare origine nell'inosservanza degli obblighi informativi tale da generare nell'investitore il convincimento ad un investimento che non avrebbe tentato se avesse avuto piena consapevolezza delle caratteristiche dell'operazione da concludere e della sua inappropriatezza. Un'ulteriore ipotesi di inadempimento riguarda gli obblighi nella fase dell'inoltro dell'ordine e della corretta gestione dell'incontro tra offerenti e investitori per mezzo del portale.

Il nesso di causalità tra danno all'investitore e inadempimento del gestore si accerta avendo riguardo: da un lato, alla regola generale di ripartizione dell'onere della prova in tema di intermediazione finanziaria (art. 23, comma 6, T.U.F.); dall'altro, all'art. 50-*quinquies*, comma 2, T.U.F., che esclude l'applicabilità, *ex aliis*¹⁵⁰, della regola appena richiamata, alle ipotesi di *equity crowdfunding* in cui il gestore sia iscritto nella sezione ordinaria del registro.

Ci si potrebbe chiedere se le regole operanti sulla ripartizione dell'onere della prova siano diverse tra le diverse varianti di *equity crowdfunding*: nelle prime

¹⁴⁷ Così Cass., 29 aprile 2005, n. 8981, in *Giust. Civ.*, 2006, 3, I, 617 (il caso di specie riguardava il malfunzionamento di un'autovettura); Cass., 6 luglio 2017, n. 16654, in *Giust. Civ. mass.*, 2017.

¹⁴⁸ Sono riconducibili al danno economico sia l'esborso affrontato per il risarcimento dell'investitore, sia l'eventuale successiva flessione degli affari in seguito alla diffusione della notizia sulla condanna.

¹⁴⁹ Il diritto al risarcimento sorgerà laddove siano rimaste inadempite situazioni di dovere formalizzate non solo nella normazione primaria, ma anche in quella secondaria proveniente dalla Consob. Cfr. Cass. Civ., Sez. I, 19 febbraio 2015, n. 3341, in *banca dati De Jure*.

¹⁵⁰ È prevista la non applicabilità dell'intero Capo II, Titolo II, della Parte Seconda del T.U.F., al cui interno è collocato l'art. 23 in questione.

due descritte nella presente indagine, troverebbero applicazione le ordinarie regole del codice civile; l'art. 23, comma 6, T.U.F. opererebbe solo nelle altre.

Ma invero, concretamente le regole si rivelerebbero uguali¹⁵¹: l'art. 23, comma 6, T.U.F. può essere considerato un «principio generale»¹⁵², inquadrabile in definitiva come «una specificazione del regime ordinario»¹⁵³.

Si possono allora ricondurre entrambi i regimi probatori allo schema secondo il quale il soggetto danneggiato dovrà dimostrare il proprio credito¹⁵⁴ e (solamente) allegare l'inadempimento del debitore, cui spetterà invece di provare il diligente adempimento (o l'inadempimento derivante da cause a lui non imputabili).

Sull'intermediario incombe un onere probatorio del proprio comportamento diligente alquanto rigoroso¹⁵⁵, trattandosi quasi di un'inversione della regola ordinaria in punto di prova¹⁵⁶; si vuole eliminare il pericolo di una *probatio diabolica* a carico dell'investitore, che potrà così semplicemente dimostrare il proprio credito¹⁵⁷.

¹⁵¹ Per le diverse ricostruzioni della dottrina v. M. Maggiolo, *op. cit.*, 540 ss.; E. Rulli, *L'onere della prova nei giudizi di risarcimento danni*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, II ed., (a cura di) e. Gabrielli, R. Lener, cit., 344 ss.

¹⁵² P. Giudici, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli. Servizi accessori. Offerta fuori sede. Rimedi*, in AA.VV. *Trattato dei contratti. Mercati regolati*, vol. V, a cura di V. Roppo, Milano, 2014, 1126.

¹⁵³ Così si esprime E. Rulli, *op. cit.*, 345, indicando tale interpretazione come maggioritaria in dottrina. La tesi non verrebbe smentita neanche considerando quell'opinione della dottrina secondo la quale l'art. 23, comma 6, T.U.F. troverebbe applicazione non già qualora all'intermediario «venga imputata la violazione di una regola di condotta formalizzata in una specifica disposizione normativa o regolamentare», bensì soltanto laddove gli venga addebitata «la violazione del generico canone di diligenza qualificata dalla natura professionale dell'attività svolta» (così M. Maggiolo, *op. cit.*, 540).

¹⁵⁴ Ossia la pretesa alla ricezione di tutte informazioni prescritte *ex lege*, in modo da consentirgli un investimento consapevole, oltre che il diritto ad una corretta gestione delle operazioni ordinate.

¹⁵⁵ In definitiva, mutuando la ricostruzione interpretativa offerta dalla recente giurisprudenza di legittimità, «il riparto dell'onere della prova si attegga nel senso che, dapprima, l'investitore ha l'onere di allegare l'inadempimento delle citate obbligazioni da parte dell'intermediario, nonché fornire la prova del danno e del nesso di causalità fra questo e l'inadempimento, anche sulla base di presunzioni; l'intermediario, a sua volta, avrà l'onere di provare l'avvenuto adempimento delle specifiche obbligazioni poste a suo carico, allegate come inadempite dalla controparte e, sotto il profilo soggettivo, di avere agito con la specifica diligenza richiesta». Così Cass., 19 gennaio 2016, n. 810, in *Banca Dati De Jure*. La sentenza citata si inserisce nel solco di pronunce conformi che si sono susseguite, tra le quali Cass., 17 febbraio 2009, n. 3773, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, 1, II, 68; Cass., 29 ottobre 2010, n. 22147, in *Giust. civ. Mass.*, 2010, 10, 1386; Cass., 20 gennaio 2015, n. 826, in *Banca Dati De Jure*.

¹⁵⁶ Cfr. E. Rulli, *op. cit.*, 349.

¹⁵⁷ Ciò della pretesa alla prestazione professionale dell'intermediario, ma non della dimostrazione specifica della modalità di attuazione diligente della stessa. Ciò spiegherebbe la tesi secondo cui l'art. 23, comma 6, T.U.F., in definitiva, «chiedendo al convenuto la prova di avere agito con la specifica diligenza richiesta, opera non tanto sul piano dell'onere di provare l'adempimento o l'inadempimento, ma sul piano della prova del credito e del suo oggetto»: M. Maggiolo, *op. cit.*, 545. Laddove per aversi un corretto assolvimento dei doveri di diligenza da parte dell'intermediario, questi deve consentire all'investitore di «compiere [...] una scelta consapevole»: S. Corradi, *Brevi riflessioni sui profili probatori e risarcitori in tema di responsabilità da inadempimento dell'intermediario finanziario*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2010, 2, 720; solo così possono essere superate le asimmetrie informative definite «di secondo grado» (così A. Perrone, *Gli obblighi di informazione nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2006, 4, 372).

La quantificazione del risarcimento è correlata al rimedio attivato.

La responsabilità precontrattuale per il mancato ossequio degli obblighi informativi¹⁵⁸, cui non abbia fatto séguito la conclusione del negozio con il gestore del portale, determinerà l'obbligo di quest'ultimo di risarcire limitatamente all'interesse negativo¹⁵⁹.

Ove invece si sia manifestato un inadempimento propriamente contrattuale, l'investitore ha diritto al ristoro anche dell'interesse positivo¹⁶⁰: le spese sostenute per il compenso al gestore e le perdite derivanti dall'investimento saranno risarcite a titolo di danno emergente, laddove il lucro cessante, ossia il mancato guadagno dovuto ad un investimento non fortunato, sarà meno agevole da dimostrare, atteso che l'investimento in *equity crowdfunding* risulta intrinsecamente rischioso¹⁶¹.

Nelle ipotesi considerate, può ritenersi astrattamente applicabile la fattispecie del concorso colposo del creditore-investitore ai sensi dell'art. 1227 c.c.¹⁶²: il fatto del danneggiato idoneo a ridurre l'entità del risarcimento è rinvenibile per lo più nel rilascio di false o incomplete informazioni sul proprio profilo o sugli investimenti pregressi. La giurisprudenza, invero, è molto cauta nel riconoscimento dei presupposti applicativi della fattispecie¹⁶³.

Trattandosi di rapporto sinallagmatico, la soluzione è astrattamente configurabile quale rimedio aggiuntivo al risarcimento. Sarà possibile così ottenere la restituzione di quanto corrisposto al gestore a titolo di compenso per il servizio prestato, ma non dei titoli azionari acquistati dall'investitore: non si dimentichi, infatti, che le parti contrattuali in caso di adesione ad un'offerta nell'*equity*

¹⁵⁸ Così come per la nullità speciale ai sensi dell'art. 67-*septiesdecies*, comma 4, cod. cons.

¹⁵⁹ E esso si sostanzia nelle spese sostenute per le trattative, ma anche (eventualmente) nel venir meno di altre possibilità di trattative, dovendo tuttavia l'investitore fornire una specifica e circostanziata (e non agevole) prova di tale ultimo aspetto.

¹⁶⁰ In presenza di un negozio validamente perfezionato ma dannoso per l'investitore a causa dei comportamenti scorretti (e contrari a buona fede) del professionista nella fase dell'informativa precontrattuale, la Giurisprudenza di legittimità (Cass., sez. un., 19.12.2007, nn. 26724 e 26725, cit.) ha indicato la necessità di parametrare il risarcimento «al minor vantaggio, ovvero al maggior aggravio economico prodotto dal comportamento tenuto in violazione dell'obbligo di buona fede, salvo che sia dimostrata l'esistenza di ulteriori danni che risultino collegati a detto comportamento da un rapporto rigorosamente consequenziale e diretto.»

¹⁶¹ Le maggiori difficoltà a determinare il lucro cessante derivano dal fatto che tale operazione presuppone una «valutazione in termini monetari della perdita derivante dall'aver perduto la possibilità di investire "altrove". Si pone, cioè, il problema di comprendere quale sarebbe stata la scelta alternativa dell'investitore nel caso in cui l'intermediario non si fosse reso inadempiente ai suoi doveri.» Così S. Corradi, *op. cit.*, 723 (spec. nota 18).

¹⁶² Si veda, in proposito, Cass. 7 aprile 2006, n. 8229, in *Resp. civ. prev.*, 2006, 1006 ss., che pure aveva di fatto negato in concreto la sussistenza di un concorso di colpa del danneggiato.

¹⁶³ Cfr. Cass., 27 aprile 2016, n. 8394, in *Contratti*, 2017, 145 ss., con nota di A. Belotti, *Valutazione del rischio e risoluzione del contratto*. I casi di riconoscimento dell'operatività dell'art. 1227 c.c. si limitano a fatti eclatanti di consapevole e sconsiderata esposizione al rischio da parte dell'investitore, peraltro senza un indirizzo omogeneo. Evidenziano la limitata applicazione giurisprudenziale del principio P. Giudici, *Contratti per consulenza e gestione di portafogli*, cit., 1131 e M. Maggiolo, *op. cit.*, 523.

crowdfunding sono solo la società offerente e gli investitori, mentre il gestore del portale è soggetto terzo, estraneo al predetto negozio¹⁶⁴.

10. *Limiti della responsabilità e casi incerti; informazione e interesse fondamentale della fattispecie*

Una volta ricostruite le ipotesi di responsabilità, si pone la questione dell'individuazione dei limiti delle stesse allorquando l'accertamento dei fatti o la loro qualificazione non è agevole¹⁶⁵. Le difficoltà si manifestano in misura maggiore qualora l'oggetto dell'obbligo – piuttosto che in un comportamento materiale osservabile – consista nel passaggio dell'informazione.

La verifica dell'attuazione degli obblighi informativi, in questo caso, passa per il dubbio interpretativo di quale sia il momento in cui individuarla all'interno del ventaglio di possibilità ricomprese tra due estremi: da un lato, un comportamento dichiarativo-simbolico¹⁶⁶ del soggetto obbligato; dall'altro, la comprensione effettiva del contenuto della dichiarazione da parte del soggetto attivo del rapporto, ossia del destinatario¹⁶⁷.

Nel concreto svilupparsi dei rapporti di *equity crowdfunding*, infatti, possono essere frequenti le situazioni di adempimento incerto, in cui sorge il dubbio che un investitore abbia ricevuto tutto il corredo informativo idoneo ad acquisire la consapevolezza necessaria alle operazioni cui va incontro, ovvero che le indagini effettuate sul suo profilo fossero idonee a vagliarne il grado di esperienza in materia finanziaria¹⁶⁸.

¹⁶⁴ L'inadempimento dell'operatore professionale, pertanto, non dovrebbe poter incidere sulla sottoscrizione delle quote, eliminando gli effetti dell'ingresso in società degli investitori con la risoluzione, essendo tale fatto *res inter alios acta* rispetto alla sua posizione. Ciò non elimina i profili risarcitori in favore del sottoscrittore, divenuto ormai socio dell'offerente (a prescindere dalla possibilità successiva di *tag-along*, o co-vendita, vale a dire del diritto di *exit* dell'investitore *retail* nel caso di cambio di controllo societario, come previsto dall'art. 24 Reg. Consob), anche per le relative perdite.

¹⁶⁵ È comunque un'operazione non semplice *in re ipsa* la verifica della corretta osservanza degli obblighi da parte del gestore, cfr. U. Piattelli, *op. cit.*, 78 (spec. nota 7).

¹⁶⁶ Per l'inquadramento del comportamento simbolico come dichiarazione (scritta o verbale) eminentemente ed esclusivamente umana e per la sua ricostruzione come *species* del comportamento immateriale (e significante-manifestativo) nella generale scala dei comportamenti, cfr. A. Falzea, *op. cit.*, 709 ss.

¹⁶⁷ Nel passaggio dell'informazione, autorevole dottrina sottolinea la necessità di considerare come prevalente l'elemento oggettivo e non già soggettivo. Nel campo dei mercati finanziari, l'informazione non subisce un differente trattamento in base al suo destinatario, «bensì a seconda del tipo di bene negoziato. È la complessità del bene a indurre una particolare protezione nei confronti del soggetto che lo negozia e non viceversa.» Così R. Natoli, *Il contratto "adeguato"*, cit., 66-67.

¹⁶⁸ Ad esempio, è agevole verificare se il gestore del portale si sia assicurato che l'investitore abbia preso visione delle informazioni di *investor education* (di cui all'art. 14, comma 1, lett. k, Reg. Consob, in ossequio al dettato del successivo art. 15, comma 2, lett. a). Per contro, più difficile è la prova della corretta informazione in altri casi, come ad esempio allorquando si debba giudicare se le informazioni sull'investimento in strumenti

Per risolvere i problemi pratici nelle predette situazioni, facendo ricorso a uno strumento di teoria generale del diritto, si potrebbe “interrogare” quella parte che nella rappresentazione della struttura della norma identifica la “componente di valore” dell’effetto giuridico: essa consente di determinare al meglio la portata concreta del comportamento che l’obbligato deve tenere nel passaggio dell’informazione, dunque di perimetrare la “componente di fatto” orientata nella dimensione del dovere¹⁶⁹.

L’adempimento avrà così un’unità di misura e occorrerà domandarsi se è necessario e/o sufficiente che l’investitore-creditore:

- a) arrivi ad un *quantum* ben determinato di conoscenza; oppure
- b) sia messo nelle condizioni di poter conoscere; o ancora
- c) sia destinatario di mere comunicazioni che lo avvertano rispetto alla tipologia di investimento verso cui potrebbe orientarsi¹⁷⁰.

Sulla base di quale opzione si ritenga prevalere, la conoscenza – che può essere prodromica rispetto ad una successiva manifestazione di volontà o un valore autonomo, spesso a sé stante¹⁷¹ – avrà tenore e collocazione diversa nella struttura della fattispecie normativa (sebbene occorra evidenziarsi come la verifica dell’effettivo raggiungimento di un certo grado di conoscenza del soggetto destinatario di informazioni non è un fatto sempre e agevolmente osservabile con oggettività¹⁷²).

In ogni caso, l’indicazione ermeneutica su incisività e grado dell’informazione potrebbe consentire, in tal modo, di individuare anche l’interesse fondamentale della fattispecie che vi è sotteso.

finanziari tramite portali siano (state) espresse «in forma sintetica e [soprattutto, n.d.r.] facilmente comprensibile» (all’art. 15, comma 1, Reg. Consob). O ancora, la verifica del «livello di esperienza e conoscenza» dell’investitore di cui all’art. 13, comma 5-bis, Reg. Consob, prevede un comportamento del gestore non univocamente predeterminabile.

¹⁶⁹ Per la formulazione teorica delle due componenti, di fatto e di valore, come specificazione dell’effetto giuridico nella struttura della norma, nonché per la collocazione (più o meno adombrata), all’interno di quest’ultima, dell’interesse fondamentale della fattispecie cfr. A. Falzea, *op. cit.*, 96 ss., spec. 121; la struttura della norma è stata già esplicitata *supra* (v. nota 79). Proprio la componente di valore è l’elemento da “interrogare”, nella ricostruzione qui proposta, per individuare l’interesse fondamentale della fattispecie.

¹⁷⁰ Potrà così essere richiesto, alternativamente: il massimo sforzo possibile del soggetto obbligato per garantire la conoscenza piena del creditore; o l’impegno per porre in essere i presupposti della possibilità di conoscere del creditore; o la (mera) esternazione di conoscenza da parte dell’obbligato.

¹⁷¹ Cfr. V. Scalisi, *op. cit.*, 190. Si occupa approfonditamente del fenomeno e del «problema dei fatti giuridici di conoscenza» A. Falzea, *op. cit.*, 533 ss., evidenziando appunto che la conoscenza in sé può rinvenirsi in diverse posizioni e con diverse funzioni nella struttura della norma, rilevando ora «*sub specie facti* (rilevanza dipendente)», ora «*sub specie effectus* (rilevanza autonoma)».

¹⁷² I fatti di conoscenza si rivelano intrinsecamente e ineludibilmente non misurabili (almeno in parte) a motivo della loro interiorità; o comunque, è praticamente impossibile una loro esatta rilevazione e percezione dall’esterno. Ritiene necessario parametrare la valutazione alle caratteristiche soggettive di chi riceve l’informazione M. Maggiolo, *op. cit.*, 365.

Le inevitabili difficoltà nell'operazione di misurazione del comportamento che l'obbligato dovrà tenere possono essere affrontate con l'ausilio di indici normativi¹⁷³, quali principi e clausole generali¹⁷⁴.

Nel caso dell'*equity crowdfunding*, questa funzione è attribuibile all'art. 13 Reg. Consob e all'art. 21, comma 1, T.U.F.: nella seconda disposizione (al di là della portata che le si voglia attribuire¹⁷⁵) il pendolo dell'interesse fondamentale della fattispecie oscilla più verso la piena conoscenza e l'interiorizzazione dei contenuti informativi da parte degli investitori¹⁷⁶. Ed essendo il predetto art. 21 applicabile ai soli gestori già abilitati come banche e imprese di investimento¹⁷⁷, a questi ultimi potrebbe richiedersi un'attenzione superiore nel perseguimento dell'effettiva conoscenza dell'investitore¹⁷⁸.

L'attuazione degli obblighi di comunicazione, che si manifesta come comportamento dichiarativo simbolico¹⁷⁹, esige che, per stile e contenuto, la dichiarazione sia idonea ad accrescere la sfera di conoscenza del soggetto destinatario del messaggio¹⁸⁰.

11. *Un ultimo quid: gestore del portale come gatekeeper?*

Strettamente connessa al tema degli obblighi e del regime della responsabilità nell'*equity crowdfunding*, sorge l'ulteriore questione se il gestore del portale possa considerarsi un *gatekeeper* e, in tal caso, se si tratti di un obbligo o di una facoltà dello stesso¹⁸¹.

¹⁷³ Ricavabili anche al di fuori dell'*hortus conclusus* della singola proposizione normativa.

¹⁷⁴ In certi settori normativi, essi hanno una portata integrativa, riuscendo a meglio indirizzare il perimetro interpretativo degli obblighi specifici. G. Gioia, *Tutela giurisdizionale dei contratti del mercato finanziario*, in AA.VV., *I contratti del mercato finanziario*, II ed., (a cura di) e. Gabrielli, R. Lener, cit., 93 si è espressa sull'opportunità delle clausole generali di comportamento (buona fede e correttezza) «per permettere un'interpretazione uniforme dei doveri in capo all'intermediario senza standardizzazioni che non possono avere efficacia duratura nel settore dei contratti finanziari».

¹⁷⁵ Cfr. le considerazioni svolte *supra*, al par. 5.

¹⁷⁶ C. Castronovo, *Doveri di informazione e mercato finanziario*, in (a cura di) Id., S. Mazzamuto, *Manuale di Diritto Privato europeo*, II Proprietà, obbligazioni, contratti, Milano, 2007, 437 evidenzia come il perno della disciplina dei doveri d'informazione è il «risultato» cui essi tendono, non la formale «prescrizione analitica degli elementi che ne devono essere oggetto».

¹⁷⁷ Mentre sarebbe esclusa la sua operatività nei confronti dei gestori così detti ordinari.

¹⁷⁸ Emerge così un ulteriore elemento differenziale tra i «sotto-tipi» di *equity crowdfunding*, che finisce col riverberarsi anche sull'interesse fondamentale della fattispecie relativamente ai flussi informativi gestore-investitore. Tale conclusione, a ben vedere, apparirebbe come chiusura del cerchio anche rispetto alla parte dell'indagine che ha prospettato diverse qualificazioni del servizio; troverebbe conferma il graduale aumento dei parametri di diligenza in misura direttamente proporzionale alla complessità del servizio esercitato dal gestore.

¹⁷⁹ Su cui vedi la nota 166.

¹⁸⁰ E spesso, a tal fine, si rivela inadeguata una mera prassi di «riempimento moduli»: cfr. R. Caratozzolo, *op. cit.*, 282.

¹⁸¹ Affronta la questione, rispondendo positivamente all'interrogativo, C. Iovieno, *Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Diritto*

Può dirsi *gatekeeper* – letteralmente colui che “governa l’apertura dei cancelli” – l’intermediario il cui operato contribuisca a veicolare alla folla degli investitori informazioni corrette e non fuorvianti, tagliando fuori dal mercato soggetti non affidabili e che ne distorcano il funzionamento¹⁸².

L’attività di *gatekeeping* è collegata all’esigenza di accrescere il consenso e la confidenza nei confronti dei mercati finanziari. Essa può essere imposta ad alcuni soggetti dal diritto positivo¹⁸³, o può essere frutto di una scelta di un’impresa di investimento, spinta dall’interesse a consacrarsi come affidabile intermediario reputazionale, beneficiando così dei vantaggi economici – sia pure a lungo termine – che ne derivano.

Nell’*equity crowdfunding*, l’intermediario reputazionale dovrebbe essere il gestore in grado di certificare credibilità e accuratezza delle informazioni che transitano dall’offerente alla “folla”¹⁸⁴.

I gestori dei portali, nondimeno, non possono considerarsi titolari di incisivi obblighi di verifica finalizzata ad arginare la pubblicazione di offerte di sottoscrizione non idonee. Essi non sono tenuti a vagliare il merito e le prospettive di successo dei progetti degli offerenti prima della presentazione degli stessi sul portale.

L’unico momento valutativo delle condizioni previste nell’offerta di sottoscrizione ai fini della sua ammissione alla pubblicazione sul portale è la verifica formale della previsione, da parte dell’offerente, del diritto di recesso o di co-vendita in favore degli investitori (art. 24 Reg. Consob).

Conclusa positivamente la verifica *de qua*, potrebbe dirsi realizzata la condizione necessaria e sufficiente per l’ammissione dell’offerta sul portale.

Senonché, l’attività di *gatekeeping* del gestore del portale può proseguire secondo (almeno) due altre linee direttrici.

Innanzitutto, qualora sia presentata per l’iscrizione al portale un’offerta che, agli occhi esperti del gestore, evidenzi macroscopici difetti, o prospettive d’irrea-

dell’informazione e dell’informatica, 2016, 2, 18, secondo il quale sono le stesse caratteristiche «naturali» del portale a consentire di considerarlo dotato della capacità di operare come un credibile «certificatore», per tre ragioni: il suo considerevole patrimonio conoscitivo; l’esperienza e le risorse di cui dispone; l’influenza che è in grado di esercitare sull’emittente. Condivide la tesi S. Rizzo, *op. cit.*, 306. Per un’attenzione in dottrina alla teoria dei *gatekeepers*: P. Giudici, *La responsabilità civile nel diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2008, 318.

¹⁸² Le definizioni oscillano tra la valorizzazione di un’azione attiva impeditiva e quella del momento di “validazione” dell’operato altrui.

¹⁸³ È il caso della legislazione statunitense, che impone al gestore del portale per l’*equity crowdfunding* precipi doveri di monitoraggio e interdizione.

¹⁸⁴ C. Iovieno, *op. cit.*, 4-5, il quale si pone dubitativamente di fronte ad una serie di questioni: è necessario un *gatekeeper*? Ha le risorse per farlo il gestore? Come può farlo? Ancora (*Ivi*, 7 ss.), si osserva che l’interesse al mantenimento (o alla maturazione) di una reputazione dovrebbe essere del gestore della piattaforma e non dell’emittente (ma la tesi dell’inutilità della responsabilità dell’offerente se ed in quanto *start-up* ha perso di rilievo dopo le recenti modifiche normative). Già V. Santoro, E. Tonelli, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in *Riv. Dir. Banc.*, 2014, 7, 9 ritenevano «sorprendente» l’assenza di previsione di una sanzione per l’emittente che abbia trasmesso al pubblico informazioni non veritiere.

lizzabilità, o addirittura elementi di decettività, i principi in materia di obblighi del gestore dovrebbero portare a ritenere che lo stesso sia obbligato a non ammettere sul portale l'offerta¹⁸⁵.

Ciò sulla base di due argomenti: in primo luogo, la diligenza, correttezza e trasparenza imposte al gestore hanno una portata tale da non consentire un suo *placet* ad un'offerta di sottoscrizione con caratteristiche di rischiosità superiori alla soglia fisiologica degli investimenti in *equity crowdfunding*; secondariamente, sebbene gli obblighi informativi del gestore nei confronti dell'investitore e aventi ad oggetto l'offerta consistono "solo" nel rendere disponibili tutte le informazioni che la riguardano così come fornite dall'offerente, non può comunque passare inosservato che finalità della comunicazione è una comprensione ragionevole e compiuta della natura dell'investimento e una scelta consapevole, ma soprattutto che presupposto minimo di un investimento consapevole, al di là di quali e quante informazioni riceva, è l'assenza, tra quelle, di ingannevoli o comunque fuorvianti. Dal novero delle informazioni chiare, corrette e non fuorvianti non possono essere escluse quelle riguardanti l'offerente, se il gestore ne è a conoscenza, o ha tutti gli strumenti per esserlo¹⁸⁶.

Quanto sin qui affermato trova nel diritto positivo un *argumentum a fortiori*: da un lato, la maggiore pervasività degli obblighi di tutela dell'interesse del cliente in capo agli intermediari finanziari, ai sensi dell'art. 21 T.U.F., indurrebbe a corroborare l'assunto quantomeno nei "sotto-tipi" in cui trova applicazione la disposizione citata¹⁸⁷; dall'altro lato, essendo autorizzato il gestore a svolgere in favore dell'offerente attività di consulenza, qualora ciò avvenga, sarebbe ancor più contrario ai canoni di buona fede (oltre che in contrasto con le rigide disposizioni in materia di conflitto d'interessi) immaginare che tra gli obblighi del gestore non rientri quello di contribuire ad un mercato trasparente, non ammettendo l'offerta alla presentazione sul portale¹⁸⁸.

¹⁸⁵ C. Iovieno, *op. cit.*, 30.

¹⁸⁶ In qualche modo, gli oneri relativi all'informativa che riguardano l'emittente risultano alleggeriti per quest'ultimo ma contestualmente (per quanto semplificati), addossati al gestore del portale: cfr. Rizzo pp. 6-7.

¹⁸⁷ Ovverosia allorché il gestore sia una banca o un'impresa di investimento.

¹⁸⁸ Non si disconosce certo il dato normativo secondo il quale «l'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite» (così prevede la formula che testualmente il gestore deve rendere all'investitore, secondo quanto indicato dal Regolamento Consob all'Allegato 3, n. 1, rubricato per l'appunto «Avvertenza»). Tuttavia, non può nemmeno escludersi che, in presenza di un investimento rivelatosi poi disastroso a causa di un progetto sociale macroscopicamente fallace o comunque inadeguato, non possa essere ritenuto responsabile delle perdite subite dall'investitore il gestore che abbia avalato con un contegno poco diligente e trasparente la presentazione di un'offerta macroscopicamente esorbitante dall'alea fisiologica. Sulla responsabilità del gestore residuerebbero pochi dubbi ove il gestore, usando l'ordinaria diligenza, avrebbe potuto avvedersi dell'intento fraudolento dell'offerta esaminando la documentazione e la richiesta dell'impresa. Cfr. approfondimento sul punto di F. Accetella, N. Ciocca, *op. cit.*, 267. Altro aspetto riguarda il dubbio sulla qualificazione giuridica che voglia attribuirsi a tale ipotesi di responsabilità e se la stessa sia connotata dall'elemento soggettivo della colpevolezza (quand'anche presunta) o meno. Diversi aspetti pecu-

Rimane comunque ferma la responsabilità del gestore che, “uscita dalla porta” delle formali verifiche di ammissibilità dell’offerta, possa “rientrare dalla finestra” della mancata o insufficiente verifica di appropriatezza nei confronti del potenziale sottoscrittore.

In quest’ottica, è da considerarsi opportuna la previsione dell’art. 7-bis Reg. Consob, che obbliga i gestori, ai fini dell’iscrizione e della permanenza nel registro, a «stipulare [a pena di decadenza] un’assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall’esercizio dell’attività professionale»¹⁸⁹. Peraltro, la richiamata disposizione, introdotta dalla Delibera Consob n. 20264 del 17 gennaio 2018, è stata poco tempo dopo già modificata: la recente Delibera Consob n. 21259 del 6 febbraio 2020 ha eliminato l’alternativa dell’adesione ad un sistema di indennizzo per l’operatore rispetto alla stipula dell’assicurazione professionale¹⁹⁰.

Naturalmente, esigenze di contemperamento degli interessi delle parti coinvolte impongono di riconoscere al gestore la possibilità di dimostrare la propria estraneità ai fatti ingiustamente produttivi di danno nei confronti degli investitori.

L’assenza di responsabilità dal punto di vista giuridico non esclude, in ogni caso, la configurabilità di conseguenze altre, che pertengono più al diverso profilo economico delle scelte imprenditoriali¹⁹¹.

Non si dimentichi, infatti, che l’ammissione dell’offerta al portale costituisce il frutto di un accordo tra offerente e gestore. Nulla vieta a quest’ultimo di esercitare la facoltà di individuare le offerte da pubblicare con criteri più selettivi, consentendo ad un’impresa di lanciare sul portale la campagna di raccolta non già per la sola presenza dei requisiti formali previsti dall’impianto normativo vigente quale struttura minima inderogabile, ma ad esempio solo all’esito positivo di una

liari della fattispecie prospettata conducono alla suggestione di vagliare l’applicabilità della regola di cui all’art. 2050 c.c., nella prospettiva quasi “oggettivante” con cui può essere interpretata (v. A. Gorassini, F. Tescione, *Per un quasi commento sulla responsabilità per l’esercizio di attività pericolose*, in *Danno e resp.*, 2012, 237 ss.). Peraltro, v’è anche chi assimila in qualche modo la responsabilità da prospetto nel servizio di collocamento all’art. 2050 c.c.: cfr. E. Macchiavello, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impresa*, 2009, 4/5, 931.

¹⁸⁹ L’assicurazione deve prevedere: «a) per ciascuna richiesta di indennizzo, una copertura di almeno ventimila euro e b) per l’importo totale delle richieste di indennizzo, una copertura di almeno un milione di euro all’anno per i gestori che effettuano direttamente la verifica prevista dall’articolo 13, comma 5-bis, e di almeno cinquecentomila euro all’anno per gli altri gestori.»

¹⁹⁰ Fino a qualche mese fa, dunque, v’era per i gestori l’alternativa richiamata: il sistema di indennizzo a tutela degli investitori doveva essere riconosciuto ai sensi dell’art. 59 T.U.F. Le modifiche all’art. 7-bis Reg. Consob si sono rese necessarie per adeguare la regolamentazione secondaria alle modifiche apportate all’articolo 50-*quinquies* T.U.F. dal d.lgs. n. 165 del 25 novembre 2019 (c.d. “correttivo MiFID”).

¹⁹¹ Opererebbero in tal caso meccanismi di mercato (*species* dei meccanismi di *enforcement* al cui alveo sono riconducibili anche quelli strettamente giuridici): primo tra tutti quello del capitale reputazionale da accumulare, preservare e non disperdere. Cfr. C. Iovieno, *op. cit.*, 21.

valutazione più penetrante, che contempi il vaglio dell'onorabilità e professionalità degli amministratori, o della realizzabilità e bontà del progetto.

La situazione che si viene così a creare consente di qualificare il gestore come un “*gatekeeper* reputazionale”, che per scelta di *auto-nomos* indirizza in un certo modo la propria attività imprenditoriale, contribuendo a innescare meccanismi virtuosi di ponderazione delle offerte e delle sottoscrizioni, nonché di deterrenza.

La disciplina italiana dell'equity crowdfunding: varianti tipologiche, responsabilità e valore dell'informazione tra problema e sistema

L'*equity crowdfunding* è una fattispecie tipica del *FinTech*, da qualche anno disciplinata in Italia e oggetto di diversi interventi normativi. Questa peculiare forma di investimento per mezzo di portali *online* consente agli investitori di acquisire quote sociali di società offerenti, oppure (più recentemente) anche di sottoscrivere titoli di debito. Elementi di complessità riguardano diversi aspetti del fenomeno considerato.

L'indagine è focalizzata sul ruolo del gestore del portale ed evidenzia la sussistenza di "varianti" tipologiche, diversamente qualificabili. Gli obblighi del gestore presentano una base comune, ma per alcune fasi del processo di raccolta si differenziano in base a quattro sottotipi individuabili. Ciò influenza la configurazione delle ipotesi di responsabilità, che vengono approfondite anche sotto il profilo dell'eventuale coinvolgimento di soggetti terzi.

La tutela rimediale a disposizione dell'investitore si differenzia in base alla tipologia di violazione. I casi incerti nell'eventuale attribuzione della responsabilità rivelano l'importanza del valore dell'informazione nella struttura della norma.

The Italian regulation of equity crowdfunding: typological variants, liability and value of information between problem and system

Equity crowdfunding is a typical case of 'FinTech', which has been regulated in Italy for a few years and has been the subject of several regulatory interventions. This peculiar form of investment through online portals allows investors to acquire shares in offering companies, or (more recently) also to subscribe to debt securities. Elements of complexity concern different aspects of the phenomenon considered.

The survey focuses on the role of the portal operator and highlights the existence of typological 'variants' that can be qualified in different ways. The obligations of the operator have a common basis, but for some phases of the collection process, they differ according to four identifiable sub-types. This influences the configuration of the liability hypotheses, which are also examined from the point of view of the possible involvement of third parties.

The remedy available to the investor differs according to the type of breach. The uncertain cases in which liability may be attributed reveal the importance of the value of information in the structure of the regulation.