



---

*NUOVE TECNOLOGIE E  
MODALITÀ DI  
FINANZIAMENTO DELLE  
IMPRESE*

---

FRANCESCO BRIZZI

*i-lex*

i-lex. Scienze Giuridiche, Scienze Cognitive e Intelligenza Artificiale  
Rivista quadrimestrale on-line: [www.i-lex.it](http://www.i-lex.it)  
Dicembre 2019  
Fascicolo 12, 1-3  
ISSN 1825-1927

## NUOVE TECNOLOGIE E MODALITA' DI FINANZIAMENTO DELLE IMPRESE

FRANCESCO BRIZZI\*

**Abstract:** Prendendo le mosse dall'esigenza di reperire canali di finanziamento per l'impresa alternativi a quelli tradizionali, l'articolo si sofferma sulle possibilità offerte in tal senso dalle nuove tecnologie, concentrandosi in particolare sulle tecniche del *crowdfunding*, *social lending* e delle *initial coin offerings* (ICO'S), anche in prospettiva *de iure condendo*, tenendo conto delle sollecitazioni provenienti dalle istituzioni europee.

**Parole chiave:** finanziamento dell'impresa, *crowdfunding*, *social lending*, *initial coin offerings* (ico's), proposte di regolamentazione europea.

### 1. Premessa,

È notazione comune che il progresso tecnologico, in particolare quello legato all'utilizzo delle piattaforme telematiche, attraverso l'instaurarsi di rapporti via web, abbia introdotto nuovi modelli di collegamento tra gli operatori, con risparmio di costi e di danaro, rendendo più agevole la creazione e la circolazione dei valori economici<sup>1</sup>.

In tale contesto i canali di finanziamento dell'impresa trovano ulteriori e nuove modalità di espressione nei nuovi strumenti tecnologici.

Come è noto, le tipologie di finanziamento delle imprese sono inquadrabili nello schema capitale di credito-capitale di rischio. Un'impresa societaria si finanzia, infatti, sia attraverso l'indebitamento, raccolto da terzi o dagli stessi soci, sia attraverso il

---

\* Università degli Studi di Napoli 'Federico II'

<sup>1</sup> Cfr. R. Caratozzolo, *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese: l'equity crowdfunding*, in *FinTech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, a cura di M.T. Paracampo, Giappichelli, 147 ss.

capitale di rischio fornito dai soci, in un mix di entrambe le componenti<sup>2</sup>. Diversa è, peraltro, nell'ottica del finanziatore la remunerazione del finanziamento, non concorrendo coloro che forniscono capitale di credito, in linea di principio, alcun rischio di impresa, essendo predefinita la loro remunerazione; laddove per i soci, la remunerazione discende dai risultati economici dell'attività<sup>3</sup>.

È altresì noto che il finanziamento tramite indebitamento è raccolto innanzitutto mediante il ricorso ai prestiti forniti dalle banche, ovvero per il tramite di obbligazioni o titoli di debito<sup>4</sup>. In particolare le banche preferiscono prestare denaro ad aziende con flussi di cassa storici stabili e positivi o comunque in grado di fornire garanzie collaterali o garanzie personali<sup>5</sup>.

Banche che per questo non sono propense a fornire finanziamenti alle PMI ovvero alle imprese in fase di start up, in quanto sprovviste di flussi di cassa e non munite di idonee garanzie. Una minore propensione aggravata dal *credit crunch* degli ultimi anni che ha afflitto le economie degli stati europei, conseguente a sua volta alla crisi del debito sovrano del 2011. Come rilevato da molti operatori, la capacità degli istituti di credito di liberare risorse a favore dell'economia reale è limitata da diversi fattori, tra i quali, in particolare, l'alto rapporto tra sofferenze e attivi. Ed invero, la presenza di sofferenze ha, infatti, imposto svalutazioni di bilancio che hanno condotto le banche a rive-

---

<sup>2</sup> Citazioni assolutamente superflue. Si veda, comunque, per profili di carattere generale, L. Stanghellini, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, 2007, p. 27 ss.; A. Munari, *Crisi di impresa e autonomia contrattuale nei piani attestati e negli accordi di ristrutturazione*, Giuffrè, 2012, p. 15 ss.

<sup>3</sup> Distinzione che vale solo in linea di principio, la realtà conoscendo rapporti di natura diversa che consentono a soggetti diversi dai soci la partecipazione al rischio d'impresa (es. associazione in partecipazione).

<sup>4</sup> Oltre che dagli strumenti finanziari partecipativi, ancorché discutendosi della loro riconduzione al novero di strumenti di capitale di rischio o di credito, questione correlata a quella inerente alla necessità o meno di distinguere gli strumenti finanziari partecipativi ex art. 2346, comma 6, c.c. da quelli ex art. 2411, comma 3, c.c.: per gli opportuni riferimenti al dibattito, cfr. A. Munari, *Crisi di impresa*, cit., 15 s., nt. 2.

<sup>5</sup> Cfr. E. Franza, *Nuove modalità di finanziamento: la blockchain per startup e piccole e medie imprese. Rischi e possibili vantaggi*, in *dirittobancario.it*, p. 1.

dere le condizioni di prestito<sup>6</sup>. Un quadro che è reso ancor più complesso per via dell'introduzione da parte del legislatore europeo di requisiti patrimoniali e bancari più stringenti e ciò anche in conformità alle note regole di Basilea III<sup>7</sup>.

D'altro canto, la realtà della piccola impresa è quella che vede gli stessi soci fondatori poco inclini ad immobilizzare ingenti capitali sotto forma di capitale di rischio, preferendo il ricorso sistematico ai prestiti (soggetti alla regola della postergazione, alle condizioni stabilite dalla legge, presente nella disciplina della s.r.l. ed in quella della direzione e coordinamento: artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.)<sup>8</sup>.

Da qui la necessità di individuare canali di finanziamento alternativi a quelli tradizionali e l'opportunità per le imprese di accedervi, sì da consentire a queste ultime di dotarsi di una struttura patrimoniale meno dipendente dal canale bancario<sup>9</sup>. Canali che lo sviluppo delle nuove tecnologie ha certamente contribuito ad ideare ed incrementare, rendendo possibile il reperimento sia di capitale di credito sia di capitale di rischio in connessione con i nuovi servizi finanziari che le medesime tecnologie sono in grado di fornire.

Benché – si osserva – l'innovazione tecnologica non rappresenti di per sé una novità, negli anni recenti l'applicazione delle innovazioni tecnologiche ai prodotti ed ai processi di intermediazione finanziaria è divenuta più intensa e frequente<sup>10</sup>: onde la definizione omni-

---

<sup>6</sup> Cfr. *Credit crunch: dove ha colpito di più*, a cura del Centro Studi October, reperibile su *finanzaoperativa.com*.

<sup>7</sup> Per tutti, F. Accettella, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'Ue*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 462 ss.

<sup>8</sup> Cfr. cfr. E. Ginevra, *Il capitale sociale nel XXI secolo. Crisi e critica di un istituto*, in *Il nuovo capitale sociale*, a cura di I. Capelli, S. Patriarca, Giuffrè, 2016, p. 15 ss., spec. 37 ss.

<sup>9</sup> Un aspetto, questo, comune alle imprese europee, ancorché esso si renda più evidente in Italia per via di una struttura industriale molto sbilanciata verso la piccola e media impresa: cfr., sul punto, lo studio del Gruppo di lavoro della Giunta Assonime, dal titolo *Il finanziamento a medio e lungo termine di imprese e infrastrutture in Italia*, n. 4/2015; e v. inoltre, F. Cesarini, G. Gobbi, *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, in *Banca Impresa Società*, 2016, p. 403 ss.

<sup>10</sup> Cfr. C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni FinTech*, marzo 2018, 8, ove altri riff.

comprensiva e non univoca di Fintech<sup>11</sup>, quale modalità di migliorare i servizi finanziari mediante le nuove tecnologie, identificante un'attività finanziaria che opera in senso trasversale ai settori finanziari<sup>12</sup>. Con essa, invero, tendenzialmente si indicano una serie di società estremamente eterogenee nel tipo di servizi offerti, accomunate dallo sviluppo di attività basate sulle nuove tecnologie informatiche e digitali, applicate in ambito finanziario, mettendo in genere in rilievo il fatto che tramite le nuove tecnologie si offrono servizi finanziari in concorrenza con gli intermediari finanziari soggetti alle consuete regole di vigilanza.

Nell'analisi che seguirà, ci occuperemo solo di alcune di queste tecniche, appartenenti in senso lato all'area del *FinTech*, ossia nell'ordine al *crowdfunding*, al *social lending* (che del *crowdfunding* può ritenersi una sottospecie), e alle *Initial Coin Offering* (o ICO'S), tutte accomunate dal fatto di costituire nuove modalità di finanziamento dell'impresa rese possibili dallo sviluppo ed implementazione delle tecnologie informatiche.

## 2. *Crowdfunding*

### 2.1. La fattispecie

Con il termine *crowdfunding* viene indicata una particolare tecnica che permette il finanziamento di iniziative di vario genere, progetti ed eventi di varia natura, tutti accomunati dal fatto che i relativi capitali sono raccolti tra la folla (*crowd*), ossia da un numero indeterminato di soggetti, per il tramite di piattaforme on line specializzate operanti sul web.

---

<sup>11</sup> Il termine nasce dalla crasi delle parole *finance* e *technology* (traducibile nella formulazione generica: tecnologia applicata alla finanza), ma è destinato a ricomprendere tanto lo svolgimento delle attività finanziarie tradizionali, quanto nuovi servizi e modelli di business: cfr. G. D'Agostino - P. Munafò, *Prefazione alla collana dedicata al FinTech*, Quaderni FinTech, cit., VIII; e v. anche C. Schena, A. Tanda, C. Arlotta, G. Potenza, *Lo sviluppo del FinTech*, cit., 8 ss.

<sup>12</sup> Cfr. M.T. Paracampo, in *FinTech*, cit., XV-XIX.

Secondo la definizione dell'EBA<sup>13</sup> il c.f. consiste nella richiesta al pubblico di finanziamenti per mezzo della piattaforma *on line*, da parte di soggetti che necessitano di fondi per sviluppare progetti specifici o scopi personali. La piattaforma *on-line* facilita, dunque, l'incontro tra i soggetti che richiedono fondi e coloro che sono disposti a finanziare i progetti.

È evidente che tale tecnica può essere impiegata in qualunque campo. Le caratteristiche che la contraddistinguono vengono, in genere, individuati nei seguenti elementi<sup>14</sup>:

- 1) Provenienza del finanziamento: il finanziamento proviene dal basso, ossia dalla gente, ivi compresi finanziatori non professionisti che partecipano generalmente con somme non elevate e per finalità non necessariamente economiche alla realizzazione di un progetto di interesse comune.
- 2) Uso di nuove tecnologie: la raccolta avviene tramite piattaforme *on line*, cioè per il tramite di siti web che permettono l'incontro tra domanda ed offerta di finanziamenti, in particolare mediante la presentazione (*pitch*) di progetti ai potenziali finanziatori (*crowdfunders*) con modalità immediate e a costi contenuti.
- 3) Uso innovativo del web: il web consente la nascita delle c.d. *communities*, gli utenti (registrati) che partecipano con commenti vari alle iniziative presentate, contribuendo alla loro realizzazione. Oltre a costituire una forma alternativa di finanziamento, il c.f. offre, quindi, al titolare del progetto di entrare in contatto con numerose persone, divenendo uno strumento per acquisire informazioni ed essere uno strumento di marketing se l'iniziativa ha successo.
- 4) Natura degli interessi e finalità perseguiti: si registra la presenza di interessi e di finalità di natura diversa nel finanziatore, non solo economici o commerciali, ma anche ideali, che spingono alla condivisione del progetto.

---

<sup>13</sup> EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, 26 febbraio 2015, reperibile all'indirizzo: <https://eba.europa.eu>; sul punto, v. anche M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding: opportunità e rischi*, in *Questioni di Economia e Finanza*, n. 375, marzo 2017, 9.

<sup>14</sup> Cfr. R. Caratozzolo, *L'utilizzo delle nuove tecnologie*, cit., p. 148 s.

Così stando le cose, si comprende come mediante la tecnica del *crowdfunding* i rapporti tra produttore e consumatore siano ribaltati, atteso che il cliente partecipa attivamente alla produzione o alla buona riuscita del progetto. Tutto questo quale linea comune di vari modelli di c.f. esistenti. Tra questi, per quel che in tale sede interessa, si è soliti ricordare<sup>15</sup>:

- a) *il donation-based crowdfunding*, che consente di reperire donazioni a favore di una specifica iniziativa, di carattere benefico, culturale o sociale, senza alcuna ricompensa;
- b) *il reward-based crowdfunding*, che permette ai finanziatori di ricevere una remunerazione non finanziaria, ossia una sorta di riconoscimento sociale, ovvero personale, per il loro contributo apportato all'iniziativa (es. il ricevimento di un certo numero di copie di libri o di dischi che il finanziatore ha contribuito a realizzare, etc.);
- c) *il lending based crowdfunding*, che consente ad imprese o individui di ottenere prestiti dalla folla;
- d) *il royalty based crowdfunding*, che vede il finanziamento di una iniziativa imprenditoriale ricompensato con partecipazione ai futuri profitti della stessa,
- e) *l'investment based crowdfunding*, che vede tipi di società emettere azioni o obbligazioni, ovvero anche quote e li offrono al pubblico. In tale categoria rientra in particolare l'*equity based crowdfunding*, in cui i finanziatori diventano soci dell'impresa finanziata, assumendosi *pro quota* il rischio di impresa.
- f) modelli ibridi di *crowdfunding*, che presentano una combinazione degli elementi sopraindicati.

Si comprende anche come tale tecnica sia stata presa in considerazione pure a livello europeo nel contesto della più ampia strategia per lo sviluppo del mercato di capitali e della crescita delle imprese, al fine di sostenere l'iniziativa imprenditoriale privata e creare nuove opportunità di lavoro, quale possibile canale alternativo o almeno complementare al finanziamento bancario. La promozione di nuove forme di finanziamento per le imprese, in particolare delle PMI europee, e di quelle innovative o comunque in fase di *start up*, oltre che

---

<sup>15</sup> Cfr. ancora R. Caratozzolo, *L'utilizzo delle nuove tecnologie*, cit., 149 s.



del collocamento privato e dei fondi che concedono prestiti, e l'ampliamento della platea dei potenziali investitori, rappresentano, infatti, gli obiettivi principali del piano d'azione della *Capital Market Union* (CMU): tanto con il proposito di conseguire il giusto equilibrio tra l'incentivazione dei canali alternativi e le tecniche di protezione degli investitori e più in generale della tutela stabilità finanziaria<sup>16</sup>.

In questi scenari l'*equity crowdfunding* potrebbe contribuire alla realizzazione del piano d'azione dell'UE favorendo la nascita e soprattutto la crescita delle imprese di piccola e media dimensione.

## 2.2. La disciplina

Purtuttavia, come già anticipato, accanto a nuove opportunità per le imprese si paventano anche molteplici rischi per gli investitori, dei quali devono tenere conto sia i legislatori che i regolatori nella disciplina, a diversi livelli, del fenomeno.

Come è noto, una specifica normativa del *crowdfunding* è stata introdotta negli USA sin dal 2012, quale quella contenuta nel c.d. *jumpstart Our Business Startups (Jobs Act)* sulla esenzione al *Securities Act* per ottenere l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di intermediazione in materia di *crowdfunding*<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> Cfr. European Commission, *Action Plan on Building a Capital Markets Union*, COM/2015/0468 final, Brussels, 30 settembre 2015, reperibile sul sito *eur-lex.europa.eu*; e v. anche più specificamente, European Commission, *Unleashing the potential of Crowdfunding in the European Union*, COM(2014) 172 final, Brussels, 27 marzo 2014, reperibile sul sito *eur-lex.europa.eu*; ed ancora il rapporto della Commissione europea sul punto: Commission Staff Working Document, *Crowdfunding in the EU Capital Markets Union*, SWD(2016) 154 final, Brussels, 3 maggio 2016, sempre reperibile sul sito *eur-lex.europa.eu*. Si vedano anche le considerazioni di R. Caratozzolo, *L'utilizzo delle nuove tecnologie*, cit., p. 152 s. V. anche nt. 18 e § 5.

<sup>17</sup> L'intervento normativo in questione si è invero incentrato, oltre che sulla legittimazione di tale tecnica, soprattutto sull'incremento del numero di IPOs, con l'intento di attrarre al mercato dei capitali imprese ad alto tasso di crescita, attraverso la riduzione degli oneri regolamentari a loro carico, ovvero l'innalzamento delle soglie per la qualificazione di un emittente come public, innalzando conseguentemente la franchigia degli obblighi regolamentari connessi, ovvero ancora mediante l'estensione delle ipotesi di esenzione in ragione del numero dei destinatari e delle loro caratteristiche individuali: cfr., al riguardo, A. Guacero, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata*:

In ambito UE risulta, invece, assente una regolamentazione del fenomeno, ancorché non siano mancate, come già anticipato, sollecitazioni in tal senso<sup>18</sup>.

In assenza di regolamentazione uniforme europea, alcuni stati membri si sono dotati di sistemi di regole per lo sviluppo e la promozione del c.f. come fonte di finanziamento per l'economia e la tutela degli investitori<sup>19</sup>. Tra questi spicca l'Italia, che è stato il primo paese europeo a dotarsi di una disciplina specifica sull'*equity crowdfunding*, di recente estesa anche alla raccolta di finanziamenti mediante obbligazioni o strumenti finanziari di debito (onde dovrebbe più correttamente parlarsi di *equity-debt crowdfunding*)

A tale riguardo, l'*iter* legislativo è iniziato con il d.l. n. 179/2012 (c.d. Decreto crescita-*bis*), conv. in l. n. 221/2012, il quale ha dettato un'espressa disciplina sull'offerta al pubblico di quote di capitale tramite portali on line. L'art. 30 dl. cit. ha infatti modificato il testo unico intermediazione finanziaria, introducendo:

- 1) una definizione di portale per la raccolta di capitali, destinato inizialmente alle sole *start up* innovative (art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f.);

---

*raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 702 s., che sottolinea, tra l'altro, la diversità della scelta giuspolitica italiana, focalizzata all'epoca sul solo profilo della legittimazione dell'*equity crowdfunding* (v. *infra*).

<sup>18</sup> Si vedano i documenti cit. in nt. 16; e v. anche A parte ciò si registra anche un duplice intervento da parte dell'ESMA, il primo rivolto alle autorità nazionali competenti (ESMA, *Opinion. Investment-based crowdfunding*, 18 dicembre 2014, reperibile su *esma.europa.eu*), ed il secondo alle istituzioni europee (ESMA, *Advice Investment-based crowdfunding*, 18 dicembre 2014, anch'esso reperibile su *esma.europa.eu*), con la finalità di realizzare una maggiore convergenza regolamentare e di vigilanza all'interno dell'Unione Europea. Per questi e altri rilievi, cfr. R. Caratozzolo, *L'utilizzo delle nuove tecnologie*, cit., p. 153 ove anche i riff. alle risoluzioni del Parlamento Europeo finalizzate alla creazione di un sistema normativo adeguato in ordine ai finanziamenti innovativi basati sulle nuove tecnologie, finalizzate ad una futura razionalizzazione della disciplina dei diversi stati membri. Da ultimo, si veda European Commission, *FinTech Action plan: For a more competitive and innovative European financial sector*, COM/2018/0109 final, Brussels, 8 marzo 2018, nel cui quadro si inserisce la Proposta di regolamento del *crowdfunding*, su cui v. *infra*, § 5.

<sup>19</sup> Per i profili comparatistici, cfr. N. de Luca, S. Luciano Furnari, A. Gentile, voce *Equity crowdfunding*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche. Sezione commerciale*, 8° agg., Utet, 2017, 159 ss.

- 2) una disciplina specifica dell'attività di gestione di portale per la raccolta di capitali (art. 50-*quinquies* t.u.f.)
- 3) una disciplina specifica delle offerte condotte attraverso portali per raccolta di capitali (art. 100-*ter* t.u.f.).

Ed in attuazione della disciplina ora ricordata, la Consob ha emanato il Regolamento sulla raccolta di capitali tramite portali *on-line* n. 18592 (c.d. Regolamento *Crowdfunding*, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013: d'ora in poi Regolamento).

Il suddetto *iter* è proseguito poi con il d.l. n. 3/2015 (*Investment Compact*), conv. in l. n. 33/2015, con l'estensione di tale tecnica alle PMI innovative, organismi di investimento collettivo del risparmio e alle società di capitali che investono prevalentemente in start up innovative e PMI innovative, cui ha avuto seguito la delibera Consob n. 19520 del 24 febbraio 2016, a modifica del precedente regolamento.

Successivamente il legislatore è intervenuto dapprima con l'art. 1, comma 70, l. n. 232/2016 (legge di bilancio 2017), con sostituzione dell'art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f., in ordine alla modifica della *definizione di portale per la raccolta di capitali per le PMI*, come definite dalla disciplina dell'Unione Europea e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in PMI; dell'art. 50-*quinquies* t.u.f., con sostituzione in PMI delle start up innovative e PMI innovative, nonché con analoghe modifiche della rubrica capo III-*quater* del titolo III della parte II del testo unico dell'intermediazione finanziaria); e successivamente con l'art. 57, comma 1, d.l. n. 50/2017 (conv. con modificazioni dalla l. 21 giugno 2017, n. 96) comportante modifiche all'art. 26, commi 2, 5 e 6, d.l. 179/2012, con sostituzione delle PMI alle PMI innovative, nonché con il d.lgs. n. 112/2017, dedicato alla revisione della impresa sociale, il cui art. 18, comma 8 dispone modifiche delle norme prima menzionate, oltre che delle relative rubriche, mediante l'inserimento delle imprese sociali tra quelle destinatarie della disciplina della raccolta di capitali mediante portali<sup>20</sup>; ancora, con l'art. 1 d.lgs. n.

---

<sup>20</sup> L'efficacia di tali disposizioni è tuttavia subordinata, ai sensi dell'art. 108, paragrafo 3, TFUE, all'autorizzazione della commissione europea. Pertanto le eventuali modifiche al regolamento che si rendessero necessarie per l'adeguamento al profilo delle imprese sociali verranno adottate da Consob subordinatamente all'ottenimento dell'autorizzazione da parte della commissione UE richiesta a cura del Ministero del lavoro e delle politiche sociali.

129/2017, di attuazione della direttiva MiFID II (2014/65/UE), con una nuova sostituzione dell'art. 1, comma 5-*novies*, t.u.f., che vede precisato il riferimento alla disciplina di fonte UE (con il rinvio alle piccole e medie imprese definite dall'art. 2, par. 1, lett. f, primo alinea del regolamento UE 2017/1129) e con modifiche alle norme menzionate mediante la sostituzione dell'acronimo PMI con la dizione piccole e medie imprese.

Tutte modifiche che in sostanza vedono estendersi l'operatività dei portali *on-line* anche alla raccolta di capitale di rischio per tutte le piccole e medie imprese, indipendentemente dal carattere innovativo, nonché alle imprese sociali, agli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.

In tale scenario si inserisce la previsione secondo la quale, in deroga all'art. 2468 c.c., per le quote di PMI s.r.l. non opera il divieto codicistico di offerta al pubblico delle quote quali prodotti finanziari, nei limiti previsti dalle leggi speciali, presente all'art. 26 d.l. cit., e richiamato all'art. 100-*ter*, comma 1-bis, t.u.f. (ove la limitazione è riferita al d.lgs. n. 58/1998). Quote che, dunque, possono essere oggetto di offerta al pubblico anche attraverso i portali *on-line*. E non è superfluo rilevare la portata dirompente a livello tipologico in punto di differenziazione tra spa e srl che questa norma solleva, come da più parti rilevato (ma sul punto si avrà modo di ritornare)<sup>21</sup>.

---

<sup>21</sup> A ciò si aggiungano le previsioni che avvicinano la PMI srl alle spa, lungo una falsariga contraria a quella seguita dalla riforma societaria: ci si riferisce alle previsioni, cui si è accennato nel testo, che consentono all'atto costitutivo delle PMI srl di creare categorie di quote fornite di diritti diversi, determinandone il contenuto anche in deroga all'art. 2468, commi 2 e 3, c.c. (art. 26, comma 2, d.l. 179/2012); nonché di creare categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative (comma 3); che consentono altresì, sempre alle PMI srl, di acquistare le proprie partecipazioni, in deroga al divieto di cui all'art. 2474 c.c., qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali (art. 26, comma 6). In tema, tra i tanti, cfr. N. Abriani, *Struttura finanziaria, assetti proprietari e assetti organizzativi della società a responsabilità limitata PMI. 'Que reste-t-il della s.r.l.?'*, Paper presentato al IX Convegno annuale dell'associazione Orizzonti del diritto Commerciale, dal titolo "*Problemi attuali*

Successivamente, con delibera n. 20264/2018 del 17 gennaio 2018, la Consob ha provveduto a modificare il Regolamento, con l'inserimento dell'art. 20-*bis*, sulle procedure per la segnalazione delle violazioni.

### 2.3. Le ulteriori modifiche

Ulteriori modifiche sono state poi introdotte, come già anticipato, dal comma 236 dell'art. 1 l. n. 145/2018, che ha esteso l'utilizzo dei portali anche per la raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole imprese, modificando conseguentemente l'art. 1 comma 5-*novies*, t.u.f.; e dal comma 238 l. cit., con un'aggiunta all'art. 100-*ter* del comma 1-*ter*, che vede la sottoscrizione di obbligazioni e titolo di debito essere riservata agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori *eventualmente* individuate dalla Consob ed effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio.

Il che ha comportato la necessità di un nuovo adeguamento del Regolamento sul *crowdfunding*, avvenuto con la delibera n. 21110 del 10 ottobre 2019. Tanto, in virtù dell'estensione dell'operatività delle piattaforme di *equity crowdfunding* riferita, con particolare riferimento alla facoltà, dalla legge attribuita alla Consob, di individuare soggetti che possono sottoscrivere gli strumenti emessi dalle PMI, anche ulteriori agli investitori professionali *ex MiFID II*<sup>22</sup>.

---

*della proprietà nel diritto commerciale*", Roma, 23-24 febbraio 2018; O. Cagnasso, *La "lunga marcia" di avvicinamento delle partecipazioni di srl alle azioni* (nota a Cass., 18 agosto 2017, n. 20170), in *Giur. it.*, 2017, 2425 ss.; ID., *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.*, Relazione presentata al XXXII Convegno di studio su *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, Courmayeur, 14-15 settembre 2018; M. Cian, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc.*, 2018, 818 ss.; P. Benazzo, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della 'nuovissima' s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1441 ss.

<sup>22</sup> Corrispondenti, cioè, ai clienti professionali, privati e pubblici, di diritto e su richiesta, individuati ai sensi dell'art. 6, commi 2-*quinquies* e 2-*sexies*, t.u.f. (e v. al riguardo, per i clienti professionali privati, l'allegato n. 3 al Regolamento n.

A tale proposito, la Consob, precedentemente all'emanazione della delibera citata, ha dato avvio ad una consultazione pubblica il 20 giugno 2019 per le proposte di modifica<sup>23</sup>, con due opzioni regolamentari, denominate opzione 0 e opzione 1, quali, rispettivamente:

- l'opzione di non individuare ulteriori categorie di investitori, diversi da quelli professionali *ex* MiFID II, che possano sottoscrivere obbligazioni emesse da piccole e medie imprese ed offerte tramite portali per la raccolta di capitali on-line (opzione 0). Opzione, che, in sostanza, non determina alcuna estensione di soggetti che già ai sensi di legge possono sottoscrivere tali tipologie di strumenti finanziari, non permettendo così di sfruttare le opportunità di sviluppo del mercato prospettate dalla disposizione primaria;
- l'opzione di identificare categorie di soggetti, ulteriori rispetto a quella dei professionali *ex* MiFID II (opzione 1). Un'opzione, questa, che consente di perseguire la reale finalità della norma, che è quella di estendere la pletora di investitori, e che è da reputarsi ammissibile solo in quanto vengano rispettati i presidi a tutela degli investitori *retail*. In sostanza si tratterebbe di individuare categorie di investitori che pur non essendo qualificabili o non avendo voluto essere qualificati come professionali, presentino un determinato livello di competenza, esperienza e capacità di assorbire potenziali perdite<sup>24</sup>.

---

20307/2018 (regolamento intermediari), nonché per i clienti professionali pubblici, il Decreto del Ministero dell'economia e delle finanze, 11 novembre 2011, n. 236.

<sup>23</sup> Si veda il documento di consultazione pubblica.

<sup>24</sup> Una prima ipotesi di concretizzazione dell'opzione 1 è stata individuata dal documento in consultazione relativamente alle obbligazioni emesse da s.p.a., nei casi di cui all'art. 2412, commi 1, 3, 5, del codice civile, con riferimento alle seguenti categorie:

- 1) a quelle già indicate dal regolamento *crowdfunding*, sebbene ad altri fini (ossia ai fini del perfezionamento dell'offerta sul portale, ossia riguardo alla verifica che almeno una quota pari al 5% degli strumenti offerti sia stata sottoscritta da tali soggetti: v. *infra*), e precisamente dall'art. 24, comma 2, del regolamento, che individua ulteriori soggetti, oltre agli investitori professionali di diritto e su richiesta, quali: *a*) Fondazioni bancarie; *b*) Incubatori di *start-up* innovative ex art. 25, comma 5, d.l. 179/2012; *c*) Investitori a supporto delle piccole e medie imprese aventi gli stessi requisiti di cui all'art. 24, comma 2, del rego-

Come può evincersi dal combinato disposto di cui agli artt. 13 e 24 del Regolamento, è stata proprio l'opzione 1 ad essere stata accolta dal regolatore. In particolare secondo quanto dispone il comma 2-quater dell'art. 24 del Regolamento, aggiunto dalla delibera di modifica, il gestore deve assicurare che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito sia riservata, *nei limiti stabiliti dal codice civile*<sup>25</sup>, oltre che agli investitori professionali, ai soggetti indicati al comma 2 dell'art. 24<sup>26</sup>, ed ai soggetti di seguito indicati: **a)** investitori non professionali che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al Testo Unico, inclusi i depositi di denaro, superiore a duecentocinquanta mila euro; **b)** investitori non professionali che si impegnano ad investire almeno centomila euro in un'offerta, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l'impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto; **c)** investitori non professionali che effettuano l'investimento nell'ambito della prestazione del servizio di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

In ragione dell'estensione dell'attività dei portali on line anche alla raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni e titoli di debito si comprende, peraltro, anche il mutamento della stessa denominazione del regolamento, con l'espunzione della locuzione 'di rischio'. Onde

---

lamento Consob sul *crowdfunding* (ossia aventi un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi in contanti, superiore a 500.000 euro in possesso di requisiti di onorabilità e di altri requisiti stabiliti).

- 2) A coloro che detengono un portafoglio finanziario, inclusi i depositi di denaro, per un controvalore superiore ad € 250.000
- 3) A coloro che si impegnano ad investire almeno € 100.000 in offerte della specie, nonché dichiarino per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per 'impegno ad investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all'impegno o all'investimento previsto;
- 4) Agli investitori retail, nell'ambito dei servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti.

Viceversa, nella proposta la sottoscrizione di titoli di debito emessi da srl e quella di obbligazioni di spa nei casi di cui all'art. 2412, comma 2, del codice civile, venne riservata agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale.

<sup>25</sup> E dunque nel pieno rispetto dei limiti stabiliti dalla disciplina codicistica delle obbligazioni di s.p.a. e dei titoli di debito di s.r.l.

<sup>26</sup> V. nota precedente.

a tutti gli effetti può dirsi che quella prevista nel diritto italiano è disciplina che concerne l'*equity-debt crowdfunding*.

#### 2.4. Segue: quale tutela per il risparmiatore?

Anche da quanto sinora esposto emerge che l'*equity-debt crowdfunding* corrisponda a tutti gli effetti ad un investimento di natura finanziaria. È dunque lecito interrogarsi su quali siano i meccanismi di tutela per il risparmiatore.

Il problema si pone in quanto per tali operazioni la legge dispone l'esenzione dall'applicazione del tradizionale strumento di tutela costituito dal prospetto informativo. Ai sensi dell'art. 100-ter t.u.f., infatti, il corrispettivo dell'offerta, in relazione però agli strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese, deve essere inferiore a quello determinato dalla Consob *ex art.* 100 comma 1 lettera c)<sup>27</sup>, da calcolare in relazione a tutte le offerte svolte nell'arco temporale di dodici mesi<sup>28</sup>.

---

<sup>27</sup> Ai sensi dell'art. 34-ter Regolamento Consob n. 11971/1999 (c.d. Regolamento emittenti) e successive modifiche, in particolare quella da ultimo adottata con delibera n. 21016 del 24 luglio 2019, sono esentati dall'obbligo di pubblicazione del prospetto le offerte aventi ad oggetto titoli il cui corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione Europea, calcolato su un periodo di 12 mesi, è compreso tra 1.000.000 di euro e 8.000.000 di euro. In tal modo, l'ordinamento italiano si è avvalso della facoltà ad esso attribuito dal Regolamento UE/2017/1129 del 14 giugno 2017 (c.d. Regolamento prospetto, che abroga la direttiva 2003/71/CE), dall'art. 3, par. 2, lett. b), secondo cui lo stato membro può decidere di esentare le offerte al pubblico di titoli a condizione che il corrispettivo di ciascuna offerta nell'unione sia inferiore ad un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8.000.000. Per le offerte di corrispettivo totale nell'unione europea inferiore a € 1.000.000, sempre calcolato su un periodo di 12 mesi, invece, non solo non trova applicazione il regolamento europeo, ma è in esso sancito l'espresso divieto per gli stati membri di estendere l'obbligo di redigere il prospetto (arg. *ex art.* 1, par. 3, commi 1 e 2, Reg. UE/2017/1129). Resta salva la possibilità di redigere prospetto facoltativo ai sensi dell'art. 4 Reg. UE/2017/1129.

<sup>28</sup> È peraltro da chiedersi se tale esenzione valga per le offerte condotte unicamente attraverso il portale o anche per quelle condotte solo in parte per il suo tramite. Problema da risolvere tenendo conto del mutamento di tenore terminologico che il primo comma dell'art. 100-ter t.u.f. ha subito a seguito dell'evoluzione legislativa. Se, infatti, in base alla versione previgente la disciplina era destinata a trovare applicazione alle offerte condotte *esclusivamente* attraverso uno o più portali, in base alla seconda essa riguarda le offerte condotte attraverso



Alla previsione circa la menzionata applicazione del regime del prospetto, suppliscono particolari obblighi di comportamento e di trasparenza gravanti sugli offerenti, sui gestori (obblighi di diligenza, correttezza e trasparenza, di evitare conflitti di interesse, etc.), ma anche sugli stessi risparmiatori, articolati nelle diverse fasi in cui si può suddividere l'operazione, e che dovrebbero assicurare un percorso consapevole, di certo meno oneroso per gli offerenti, ma comunque protettivo per i risparmiatori. Tanto, almeno in linea di principio, con la finalità di rallentare il processo decisionale degli utenti del web, sul presupposto, in fondo, che gli stessi siano guidati dall'istinto o dalla fretta in misura ancora più rilevante rispetto alle modalità tradizionali di elaborazione delle decisioni finanziarie<sup>29</sup>.

Tali fasi possono così essere distinte:

Prima fase. L'offerente è tenuto a fornire varie informazioni al gestore riguardanti progetto, natura dell'investimento, tipo di strumenti offerti, rischi connessi. L'Offerente è l'unico responsabile delle informazioni, stante l'assenza di controllo da parte della Consob sulle stesse. Si osservi che il cliente è avvertito del mancato controllo, sicché l'offerente è l'unico responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite (secondo lo schema previsto dall'allegato 3 al Regolamento *crowdfunding*, intitolato: informazioni sulla singola offerta)<sup>30</sup>.

Seconda fase. Acquisite le informazioni, inizia la seconda fase, dovendo il gestore rendere disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni inerenti all'offerta fornite dall'offerente, affinché gli investitori possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la na-

---

uno o più portali, senza alcuna specificazione. Un indice che potrebbe condurre a ritenere che anche le offerte, concernenti strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese, condotte *solo in parte* tramite il portale siano sottoposte al limite quantitativo previsto: cosicché anche in relazione alle stesse dovrebbe valere l'esenzione dal regime del prospetto.

<sup>29</sup> Cfr., in tal senso, R. Caratozzolo, *L'utilizzo delle nuove tecnologie*, cit., p. 147.

<sup>30</sup> E v. infatti l'*incipit* dell'allegato n. 3 al regolamento n. 18592/13 che impone al gestore di assicurare che per ciascuna offerta sia riportata la seguente avvertenza: "le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite [...]".

tura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole (art. 13, comma 2, Regolamento *crowdfunding*).

In particolare il gestore deve richiamare l'attenzione degli investitori sull'opportunità che gli investimenti in attività finanziaria ad alto rischio siano adeguatamente rapportati alle proprie disponibilità finanziarie (art. 13, comma 3, Regolamento *crowdfunding*).

Il gestore è tenuto a richiamare l'attenzione degli investitori sui limiti imposti dall'articolo 2412 del codice civile per l'emissione di obbligazioni da parte di società per azioni e dall'articolo 2483 del codice civile per l'emissione di titoli di debito da parte di società a responsabilità limitata, nonché sugli eventuali, ulteriori, limiti posti dalla disciplina speciale applicabile (art. 13, comma 3-*bis*, Regolamento *crowdfunding*).

Ancora, il gestore assicura che le informazioni fornite sul portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi successivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta (13, comma 4, Regolamento *crowdfunding*).

Indipendentemente dalle informazioni, sempre il gestore è tenuto ad assicurare agli investitori diversi dagli investitori professionali e alle altre categorie individuate dal Regolamento *ex art. 24*, comma 2 il diritto di recesso all'adesione senza alcuna spesa entro sette giorni dalla data dell'ordine tramite comunicazione rivolta al gestore medesimo (art. 13, comma 5, Regolamento *crowdfunding*).

Una serie di informazioni relative alla gestione del portale sono poi pubblicate nel portale (art. 14 Regolamento *crowdfunding*): tra queste, rilevano in particolare le varie informazioni relative al gestore, alle attività svolte, alle modalità per la gestione degli ordini, alle misure predisposte circa l'identificazione, la prevenzione o la gestione dei conflitti di interesse.

Il gestore deve anche fornire agli investitori Informazioni relative all'investimento in strumenti finanziari tramite portali, riguardanti almeno il rischio di perdita dell'intero capitale investito, il rischio di illiquidità, il divieto distribuzione utili per le start up innovative, il trattamento fiscale degli investimenti, i limiti civilistici alle emissioni di obbligazioni e titoli di debito (*ex artt. 2112 e 2483 cc.*), le deroghe al diritto societario nonché al diritto fallimentare, contenuti tipici di

un business plan e del regolamento o statuto di un OCR, diritto di recesso e relative modalità di esercizio (art. 15 Regolamento *crowdfunding*).

Non solo. La legge prevede anche l'obbligo del gestore di pubblicare, in relazione a ciascuna offerta, le informazioni e gli aggiornamenti forniti dall'offerente, anche in caso di fatti nuovi significativi intervenuti, errori materiali o imprecisioni rilevati nel corso dell'offerta atti ad incidere sulla decisione d'investimento, in ordine alle singole offerte (art. 16, comma 1, lett. a), Regolamento *crowdfunding*), secondo le modalità indicate nell'allegato 3<sup>31</sup>, oltre ad una serie di altri dati e informazioni che potranno essere fornite anche mediante tecniche multimediali.

Terza fase. Tale fase si caratterizza per il procedimento di adesione alle offerte, con previsione di oneri per gli investitori diversi dagli investitori professionali e dalle altre categorie individuate.

In particolare, in base all'art. 15 comma 2, Regolamento *crowdfunding*, il gestore è tenuto ad assicurare che possano accedere alle sezioni del portale in cui è possibile aderire alle singole offerte solo gli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori indicate all'articolo 24, comma 2, Regolamento *crowdfunding*, che abbiano:

- a) preso visione delle informazioni di *investor education* presenti sul sito istituzionale della Consob e di quelle relative alla singola offerta presente sul portale del gestore;
- b) fornito informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano, ove il gestore effettui lui stesso la valutazione di appropriatezza, se dotato di requisiti organizzativi (N.B.: ai sensi dell'allegato 2, lett. B comma 12-bis, Regolamento *crowdfunding*, il gestore, nella relazione sull'attività di impresa e sulla struttura organizzativa che è tenuto a svolgere in base a quanto indicato dal suddetto allegato

---

<sup>31</sup> In particolare le informazioni sull'offerta devono essere facilmente comprensibili da un investitore ragionevole e devono essere veicolate attraverso l'utilizzo di un linguaggio non tecnico o gergale, chiaro e conciso, ricorrendo anche all'utilizzo del linguaggio comune, in grado di consentire la comparabilità delle offerte tramite il portale: si veda la postilla finale dell'allegato n. 3 al Regolamento *Crowdfunding*.

to, deve indicare tra l'altro la descrizione delle procedure interne finalizzate alla verifica prevista dall'art. 13, comma 5-*bis*, Regolamento *crowdfunding*, qualora intenda effettuarla per ogni ordine di adesione;

c) dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento.

Per effetto delle nuove modifiche, il gestore verifica per ogni ordine di adesione, che il cliente abbia il livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta, sulla base delle informazioni dall'investitore fornite; e qualora il gestore ritenga che lo strumento non sia appropriato per il cliente, lo avverte di tale situazione anche attraverso sistemi di comunicazione elettronica (art. 13, comma 5-*bis*, Regolamento *crowdfunding*).

*Quid iuris* qualora il gestore non effettui direttamente questa verifica? L'ipotesi è contemplata dall'art. 13, comma 5-*ter*, che richiama l'applicazione dell'art. 17 comma 3, del Regolamento, che a sua volta rinvia alla disciplina del t.u.f. e della normativa regolamentare. In particolare, il giudizio di appropriatezza sarà effettuato dalle banche o dalle imprese di investimento che hanno ricevuto l'ordine di acquisto dal gestore qualora: a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche ed il relativo controvalore sia superiore a 500 euro per ogni singolo ordine e a 1.000 euro per gli ordini complessivi annuali; b) gli ordini siano impartiti da investitori persone giuridiche ed il relativo controvalore sia superiore a 5.000 euro per singolo ordine e a 10.000 euro per gli ordini complessivi annuali.

E se gli ordini sono inferiori alle cifre indicate? In tal caso il gestore deve acquisire dall'investitore una attestazione con la quale lo stesso dichiara di non avere superato le soglie previste, non operando, quindi, il giudizio di appropriatezza. Se ne può desumere che il regolatore abbia ritenuto quest'ultimo un'operazione eccessivamente costosa per gli investimenti al di sotto dei valori soglia prefissati, non sussistendo le esigenze di protezione dei risparmiatori, e ciò anche al fine di permettere una più rapida e sollecita definizione degli ordini ed in ultima analisi un più efficiente funzionamento della tecnica del *crowdfunding*.

Ad ogni modo, in tutte le ipotesi il perfezionamento dell'investimento viene riservato in via esclusiva alle banche o alle

imprese di investimento, che dovranno provvedere ad aprire un conto indisponibile intestato all'offerente su cui depositare le somme necessarie al perfezionamento degli ordini di adesione. Il gestore del portale è poi tenuto ad assicurare che per ciascuna offerta la provvista necessaria per il perfezionamento sia costituita nel conto indisponibile destinato all'offerente presso tali soggetti, di cui all'art. 25 Regolamento *crowdfunding*.

A completamento, è previsto all'art. 24 Regolamento *crowdfunding*, emanato in applicazione dell'art. 100-ter, comma 2, t.u.f., che per ogni singola offerta, ai fini del suo perfezionamento, il gestore verifichi che una quota pari al 5% degli strumenti finanziari sia stata sottoscritta da investitori professionali o dalle altre categorie individuate. Una soluzione, questa, in grado di aumentare il grado di affidamento che l'investitore *retail* ripone sulla proposta di investimento.

Tanto si aggiunge alla previa verifica da parte del gestore, in applicazione della stessa norma, ai fini dell'ammissione dell'offerta sul portale, circa l'inserimento nello statuto o nell'atto costitutivo delle PMI delle seguenti previsioni: *a)* diritto di recesso o diritto di covenuta delle proprie partecipazioni, nonché modalità e condizioni di esercizio, qualora i soci di controllo trasferiscano direttamente o indirettamente il controllo a terzi in favore di investitori diversi da quelli professionali o dalle altre categorie di investitori indicate, diritti riconosciuti per almeno 3 anni; *b)* comunicazione alla società nonché pubblicazione dei patti parasociali.

E non è senza importanza notare come parte della dottrina abbia fatto lega sull'importanza sistematica di questa norma, in tema di ricostruzione della disciplina della PMI s.r.l., che testimonierebbe la necessità che ad essere collocate sul portale siano solo partecipazioni di minoranza, eventualmente standardizzate: essendo, dunque, la norma coerente con un assetto proprietario in cui convivano soci investitori con uno o più soci operativi (quindi partecipazioni finanziarie e partecipazioni propriamente connotate dalla socialità: con inevitabili ripercussioni nella ricostruzione della disciplina delle une e delle altre): dovendo invece escludersi un assetto in cui sussistano solo partecipazioni finanziarie<sup>32</sup>. Un argomento, tuttavia, da ritenersi non decisivo, la finalità della norma potendo anche ricondursi alla pecu-

---

<sup>32</sup> Cfr. M. Cian, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.*, cit., 841 ss.

liarità dell'investimento tramite portali *on-line*, ed al *surplus* di tutela che il suddetto investimento richiede.

In tal senso sempre a tutela degli investitori è la previsione (art. 25, comma 2, Regolamento *crowdfunding*) secondo la quale gli investitori diversi dagli investitori professionali o dalle altre categorie di investitori che hanno manifestato la volontà di sottoscrivere strumenti finanziari oggetto di un'offerta tramite portale, hanno il diritto di revocare la loro adesione quando tra l'adesione all'offerta e quello in cui la stessa è chiusa sopravvenga un fatto nuovo o sia rilevato un errore materiale concernenti le informazioni esposte sul portale, atti ad influire sulla decisione sull'investimento. Un diritto da esercitare entro sette giorni dalla data in cui le nuove informazioni sono state portate e conoscenza degli investitori.

Sotto altro profilo, la legge sembrerebbe avere previsto, come è stato da molti notato<sup>33</sup>, un peculiare regime di dematerializzazione delle quote (*rectius*: di gestione accentrata), sulla falsariga di quello stabilito per le azioni di s.p.a. e gli altri strumenti finanziari. È stato infatti predisposto un regime di sottoscrizione e successiva alienazione circolazione intermedie delle quote analogo a quello previsto per gli strumenti finanziari in gestione accentrata (artt. 83 ss. t.u.f.), ed alternativo alle disposizioni del codice civile (art. 2470 c.c.) e di quelle in tema di trasferimento con firma digitale (art. 36, comma 1-*bis*, d.l. 112/2008).

Sussistono, tuttavia, alcuni dubbi interpretativi circa l'applicabilità dell'art. 2470, comma 3, c.c., in tema di risoluzione dei conflitti tra più acquirenti, essendo richiamato solo l'art. 2470, comma 2 in ordine al rilascio della certificazione effettuata dall'intermediario ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, che secondo l'art. 100-ter t.u.f. esaurisce le formalità previste da tale ultima norma circa il deposito nel registro delle imprese dell'atto di trasferimento. Si prospettano, dunque, 2 soluzioni: a) è comunque applicabile il terzo comma in virtù del rilascio della certificazione che sostituisce le formalità richieste dal secondo comma; b) non è applicabile, data l'insussistenza di una modificazione nel registro delle imprese<sup>34</sup>.

---

<sup>33</sup> Per tutti, cfr. N. de Luca, *Crowdfunding e quote 'dematerializzate' di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2016, 1 ss.

<sup>34</sup> Cfr. N. de Luca, *Crowdfunding*, cit., 8, in adesione alla seconda delle soluzioni prospettate.

### 3. Social lending

#### 3.1. La fattispecie

Il c.d. *social lending*, detto anche *peer-to-peer lending* (letteralmente prestito alla pari), *lending based crowdfunding*, o ancora *marketplace lending*<sup>35</sup>, è ritenuto una delle modalità in cui può configurarsi il *crowdfunding*, resa possibile proprio dallo sviluppo delle tecnologie informatiche di massa applicate alla finanza. La piattaforma virtuale costituisce, infatti, il mezzo per far incontrare soggetti interessati a prestare denaro (i c.d. prestatori) con altri che necessitano di risorse finanziarie (c.d. richiedenti)<sup>36</sup>. Anch'essa rappresenta per le PMI un'importante modalità di differenziazione delle proprie fonti di finanziamento.

La differenza rispetto alle altre forme di *crowdfunding* consiste nel fatto che i finanziatori non sono mossi dalla realizzazione di un progetto, l'interesse dei prestatori essendo solo quello di ottenere una remunerazione per il prestito erogato, a prescindere dal fine per il quale il finanziamento è stato richiesto<sup>37</sup>.

Tale tecnica si distingue, quindi, dalle altre forme di c.f., in quanto i finanziatori e prenditori sottoscrivono un contratto di mutuo: i primi forniscono una somma di danaro ed i secondi si impegnano a restituirlo maggiorato di un tasso d'interesse<sup>38</sup>. È ovvio che i soggetti

---

<sup>35</sup> Tutte tali denominazioni sono solitamente intese come sinonimi o comunque riconducibili allo stesso fenomeno, ancorché ciascuna di esse è in grado di identificare un aspetto specifico dello stesso. L'ultimo termine indicato nel testo, ad esempio, è in particolare atto a descrivere la fisionomia del fenomeno, senza soffermarsi sulla connotazione soggettiva del borrower e del lender: per questi rilievi, cfr. A. Sciarrone Alibrandi, in A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Pattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending. Verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, in *Quaderni FinTech*, luglio 2019, 11 ss.

<sup>36</sup> Cfr. sul punto, E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending: la nuova frontiera dell'intermediazione creditizia*, in *FinTech*, cit., 163.

<sup>37</sup> E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., 165.

<sup>38</sup> Si osservi la differenza rispetto al *donation-based c.f.*, dove i soggetti finanziati effettuano donazioni senza pretendere nulla in cambio; dal *reward c.f.*, dove i soggetti finanziati promettono un compenso in natura, ed anche dall'*equity-based c.f.*, dove i finanziatori partecipano come detto al capitale di un'impresa

finanziati sono generalmente PMI, ma anche associazioni senza scopo di lucro, o anche famiglie, mentre gli investitori possono essere singoli investitori, società che offrono servizi di gestione patrimoniali, investitori istituzionali ed anche banche.

La data di nascita di tale tecnica può essere rinvenuta nel 2005, anno durante il quale, nel Regno Unito, si registra l'apertura di un sito web dedicato al prestito tra privati<sup>39</sup>. Successivamente la tecnica ebbe diffusione negli USA, Europa, Asia etc. con successive ed inevitabili diversificazioni.

Nella sua forma essenziale, il prestito personale è erogato da privati ad altri privati senza intermediazione finanziaria, avvenendo l'incontro per il tramite di una piattaforma virtuale. Il vantaggio è che i costi di transazione sono enormemente ridotti, consentendosi a chi presta danaro di percepire mediamente un tasso di interesse più favorevole rispetto a quello proposto dagli intermediari tradizionali. Correlativamente chi richiede il prestito pagherà un tasso di interesse più basso rispetto ai tassi del normale credito al consumo<sup>40</sup>. È evidente, quindi, che lo sviluppo di tale tecnica sia stata resa possibile dalla diffusione delle tecnologie informatiche. Si mette infatti in relazione una moltitudine di singoli risparmiatori ed investitori con i singoli richiedenti credito, vicenda impossibile prima dell'avvento delle piattaforme telematiche senza il ricorso ad un intermediario finanziario.

Come è noto, sottesa alla nascita dell'intermediazione finanziaria ed *in primis* delle stesse banche vi sia, da un lato, l'esigenza di raccogliere i risparmi di liquidità *in surplus* e dall'altro quella di erogare i

---

confidando nella futura distribuzione di dividendi e della rivalutazione delle quote di partecipazioni.

<sup>39</sup> Il noto *Zopa Ltd*: per opportuni riff., cfr. E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., 163 s., testo e note di rif.; e v. anche F. Lenoci, in A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Pattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending*, cit., 62 ss.

<sup>40</sup> In effetti, l'assegnazione di un tasso di remunerazione più elevato si giustifica per l'elevato rischio degli investitori, non essendo il prestito assistito da alcuna garanzia; d'altro canto l'operazione soddisfa l'interesse del soggetto finanziato di reperire attraverso la piattaforma quelle risorse finanziarie altrimenti negategli dall'intermediario finanziario tradizionale: cfr., sul punto, E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., 165; e v. anche B. Campagna, *Il peer to peer lending: una soluzione alternativa al tradizionale canale bancario?*, reperibile sul sito [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), giugno 2019, 1 s.



finanziamenti. Da qui lo sviluppo di regole di esperienza per gli enti creditizi al fine di evitare il *default*, alle quali si sono sovrapposte le norme giuridiche a tutela della stabilità del sistema ed a garanzia della fiducia dei risparmiatori<sup>41</sup>. Ne risulta garantito l'interesse pubblico a far confluire risorse ai soggetti desiderosi di investire il proprio *surplus* finanziario, con la necessità, tuttavia, di prevedere discipline di vigilanza sull'attività creditizia a tutela dei risparmiatori e della stabilità del sistema. Di talché è espressione la stessa riserva di attività alle banche dell'attività di raccolta tra il pubblico del risparmio; ed ai soggetti disciplinati dall'art. 106 t.u.b. dell'attività di erogazione del credito, sottoposti, questi ultimi, ad un regime di vigilanza prudenziale modellato su quelle delle banche<sup>42</sup>.

Un interesse che – e la notazione appare quasi scontata – non può riscontrarsi nei singoli contratti di mutuo stipulati tra singoli secondo forme non imprenditoriali. In tal caso, l'interesse che viene in gioco è solo quello intercorrente tra le due parti contrattuali, che non operano in modo professionale, e soprattutto non è rispondente all'interesse generale a che i fondi affluiscano dai soggetti in *surplus* finanziario ai settori che ne fanno domanda<sup>43</sup>.

Si comprende, allora, che la piattaforma, nella misura in cui permette l'incontro tra i singoli potenziali prestatori con i singoli prenditori, realizza, invece, proprio questa finalità, permettendo di sostituire l'intermediario tradizionale. Il che dischiude il problema dei controlli sull'attività della piattaforma, e di quali. In più è da reputarsi che la piattaforma non debba farsi carico dell'assolvimento di tutti i costi di vigilanza (punto critico: verificare).

Il rischio rimane in capo al prestatore, che può diversificarlo tra più prenditori. Non ricorre neppure un'attività creditizia, perché si realizza una pluralità di prestiti di danaro tra privati.

La modalità maggiormente diffusa del *social lending* consiste nell'incontro tra domanda e offerta su piattaforme digitali gestite da operatori professionali. Le richieste di finanziamento sono presentate *on-line* e vagliate al fine di verificare che abbiano le caratteristiche indicate per potere accedere al finanziamento, venendo poi verificata l'affidabilità economico-finanziaria del richiedente.

---

<sup>41</sup> Cfr. E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., 166.

<sup>42</sup> Cfr. E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., 166.

<sup>43</sup> Cfr. E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., 167.

Quindi, le piattaforme in genere: a) raccolgono le domande di finanziamento da parte dei potenziali debitori, che forniscono informazioni di base; b) selezionano i potenziali debitori assegnando un punteggio (*rating*); c) consentono agli investitori di finanziare anche solo una piccola parte del prestito; d) gestiscono i flussi di pagamento tra debitore ed investitori; e) utilizzano processi ampiamente standardizzati e automatizzati; f) vengono remunerate per mezzo di commissioni proporzionali all'importo del debito e all'ammontare investito

I prestiti non sono generalmente assistiti da garanzie, benché anche questa possibilità si stia diffondendo, specie per quel che riguarda l'acquisto di immobili residenziali.

Le piattaforme sono poi tenute a verificare le informazioni fornite dai debitori. Di talché si procede egualmente ad una valutazione del merito creditizio in base ai dati indicati dalla piattaforma, con analisi della documentazione presentata ed interrogazione delle centrali rischi private. Ciò comporta un'assegnazione di *rating* al richiedente, determinandosi il prezzo del prestito: più basso è il rating e più saranno alti i tassi di interesse

Gli offerenti i prestiti sono così messi in condizione di scegliere il profilo di rischio ed il rendimento atteso. Per mitigare il rischio la somma offerta dal singolo prestatore non viene erogata a un singolo richiedente ma suddivisa tra una pluralità di richiedenti. In alcuni casi vi è la possibilità di sviluppare un mercato secondario dei crediti.

Infine, la remunerazione delle piattaforme avviene tramite le commissioni pagate in percentuale al finanziamento dai prestatori e dai richiedenti o per specifiche attività.

Qual è la differenza con gli intermediari tradizionali? Innanzitutto, una prima differenza può riscontrarsi nella mitigazione del rischio di credito dovuta ai servizi di *rating* ed alla possibilità di diversificare gli investimenti finanziando piccole quote di singoli prestiti. A ciò si affianca la mitigazione del rischio di liquidità, permettendosi l'accesso ad un mercato secondario, in cui è possibile liquidare le somme finanziate.

Di contro l'offerta di tali servizi avviene mediante contratti di finanziamento standardizzati, la piattaforma non consentendo in genere di offrire finanziamenti flessibili come le linee di credito, né di rinegoziare i termini dei prestiti per superare momenti di difficoltà o addirittura di crisi. Come già detto, poi, vi è riduzione dei costi impliciti,

non essendovi una rete fisica di sportelli, ma di contro è limitata la capacità di offrire servizi di consulenza<sup>44</sup>.

Quali i rischi che si profilano? Al riguardo, occorre considerare i seguenti elementi. Per un verso, si potrebbero verificare rischi di un'allocazione non efficiente del risparmio e di pericolo per la stabilità finanziaria per via del finanziamento erogato a favore di soggetti non meritevoli di ricevere prestito, e ciò anche per assenza di incentivi delle piattaforme nel selezionare i debitori in modo accurato. Una situazione che può essere cagionata pure per l'assenza di validazione dei modelli di *ratings* usati dalle piattaforme, la crescita rapida dell'indebitamento, l'espansione eccessiva del credito in alcuni segmenti dell'economia, la possibilità di insolvenza dei debitori, con rischi per gli intermediari che ricorrono alle piattaforme per le offerte di credito, oltre che per l'aumento dei tassi d'insolvenza: tutte circostanze in grado alla lunga di minare la fiducia degli investitori. Per l'altro, la piattaforma potrebbe non essere in grado di offrire un'informazione corretta e trasparente, a danno sia per i debitori sia investitori, determinato dalla mancanza di piena consapevolezza degli effettivi rischi derivanti dall'investimento. Infine, si paventa il timore che l'utilizzo intensivo delle nuove tecnologie possa esporre le piattaforme a malfunzionamenti o a guasti tecnici, oltre all'eventualità di attacchi informativi, con compromissione della riservatezza dei dati custoditi<sup>45</sup>.

### 3.2. La disciplina

Come è noto, il social lending gode di una disciplina specifica nel Regno Unito, in Francia, Portogallo e Spagna<sup>46</sup>, ma risulta assente, come del resto in ambito USA, una disciplina specifica di fonte UE, benché siano da registrarsi consultazioni e studi<sup>47</sup>. In particolare, nella già ricordata *Opinion* dell'EBA sul *lending based c.f.*, sono stati evi-

---

<sup>44</sup> Cfr. M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding*, cit., 14 s.

<sup>45</sup> Per tali rilievi, cfr. M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding*, cit., 17.

<sup>46</sup> Per un panorama comparatistico, cfr. E. Macchiavello, in A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Pattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending*, cit., 208 ss.

<sup>47</sup> Si vedano i riferimenti in E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., p. 171.

denziati i potenziali rischi dei partecipanti in questo mercato e valutata la portata della disciplina che dovrebbe essere richiesta per assicurare la fiducia dei predetti partecipanti, nonché la misura in cui i rischi individuati siano stati considerati dalle direttive e regolamenti europei oltre che dalle discipline nazionali in essere o in corso di emanazione<sup>48</sup>. Anche negli Usa non è dato riscontrare una normativa specifica, benché le piattaforme devono rispettare il complesso delle normative statali e federali<sup>49</sup>.

Eguualmente in Italia il fenomeno non risulta espressamente disciplinato. Tuttavia, dopo una consultazione pubblica, sono state aggiornate le disposizioni generali della banca d'Italia in materia di raccolta del risparmio da parte dei soggetti diversi dalle banche<sup>50</sup>, con l'inserimento della nona sezione, a carattere ricognitivo, dedicata al *social lending*.

La normativa secondaria ha sicuramente un carattere embrionale; purtuttavia si tratta del primo riconoscimento del *lending based crowdfunding*, che la stessa Banca d'Italia definisce come “*uno strumento attraverso il quale una pluralità di potenziali finanziatori tramite piattaforme on line può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto*”.

L'attività viene ritenuta legittima, ma deve svolgersi nel rispetto delle norme che stabiliscono riserve di attività (raccolta del risparmio tra il pubblico, erogazione di finanziamenti, mediazione creditizia, prestazione di servizi di finanziamento).

---

<sup>48</sup> EBA, *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, cit. A tale stregua, nell'auspicare una convergenza per le pratiche di supervisione da fondarsi sulla legislazione UE esistente, e ciò non solo per evitare arbitraggi regolamentari, ma anche per assicurare condizioni di parità per tutti i partecipanti al mercato unico dell'UE, l'EBA ha identificato nella direttiva sui servizi di pagamento (CE/2007/64) come la fonte legislativa più agevolmente applicabile in ordine a taluni aspetti delle attività di *crowdfunding*, non mancando però di evidenziare che, non ricadendo le piattaforme nel perimetro degli istituti di credito, gli altri aspetti non coperti dal diritto europeo

<sup>49</sup> Come ricorda M. Bofondi, *Il lending-based crowdfunding*, cit., 19.

<sup>50</sup> Si vedano le *Disposizioni Generali per la raccolta del risparmio dei soggetti diversi dalle banche*, 9 novembre 2016, con entrata in vigore il 1 gennaio 2017, reperibile presso il sito *bancaditalia.it*.

A tal proposito le suddette disposizioni generali ricordano che la raccolta di risparmio tra il pubblico è vietata sia ai gestori sia ai prenditori, salve le eventuali deroghe previste dall'art. 11 comma 4, t.u.b.

Per quanto riguarda i gestori delle piattaforme, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico in base all'art. 11 t.u.b.: (i) la ricezione di fondi da inserire in conti di pagamento utilizzati per la prestazione dei servizi di pagamento da parte dei gestori medesimi se autorizzati ad operare come istituti di pagamento o come istituti di moneta elettronica o intermediari finanziari *ex art. 106 t.u.b.* autorizzati a prestare servizi di pagamento *ex 114-novies*, comma 4, t.u.b.<sup>51</sup>; in tal caso i gestori dovranno, quindi, munirsi delle apposite autorizzazioni; (ii) La ricezione di fondi connessa all'emissione di moneta elettronica effettuata dai gestori autorizzati.

---

<sup>51</sup> In effetti, a seguito del recepimento nel nostro ordinamento della Direttiva 2007/64/CE (*PSD-Payment Service Directive*), avvenuto mediante il d.lgs. n. 11/2010, il testo unico dell'intermediazione bancaria ha visto l'introduzione al suo interno del titolo V-ter (Istituti di pagamento) dedicato a disciplinare l'accesso al mercato dei nuovi prestatori di servizi di pagamento. Secondo l'art. 1, comma 2, lett. *h-septies.1*, t.u.b., a cui rimanda l'art. 1, comma 1, lett. *b*) del d. lgs. cit., per servizi di pagamento vengono intese le seguenti attività: 1) servizi che rendono possibile il deposito di contante su un conto di pagamento, nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 2) servizi che permettono prelievi in contante da un conto di pagamento nonché tutte le operazioni richieste per la gestione di un conto di pagamento; 3) esecuzione d'ordini di pagamento, incluso il trasferimento di fondi su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell'utilizzatore o presso un altro prestatore di servizi di pagamento (esecuzione di addebiti diretti, inclusi gli addebiti diretti *un tantum*; esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o dispositivi analoghi; esecuzione di bonifici, inclusi gli ordini permanenti); 4) esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utilizzatore di servizi di pagamento, quali quelle indicate al numero precedente; 5) emissione di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento; 6) rimessa di denaro; 7) servizi di disposizione di ordini di pagamento; 8) servizi di informazione sui conti. L'esercizio di tale attività è peraltro riservato alle banche, agli istituti di moneta elettronica e agli istituti di pagamento; possono però prestare servizi di pagamento la banca centrale europea, le banche centrali comunitarie lo Stato italiano e gli altri Stati comunitari, le pubbliche amministrazioni statali, regionali e locali, nonché le Poste italiane (art. 114-*sexies* t.u.b.), laddove nulla prescrive il legislatore circa il soggetto utilizzatore. Si comprende, allora, come il testo unico bancario, con il titolo V-ter ha in sostanza disciplinato l'unico tra i soggetti elencati che non godeva di inquadramento giuridico: sul punto, cfr. B. Campagna, *Il peer to peer lending*, cit., 4.

Per quanto riguarda, invece, i prenditori, non costituisce raccolta di risparmio tra il pubblico: (i) l'acquisizione di fondi effettuate sulla base di trattative personalizzate con singoli soggetti; specificandosi che le trattative, avute presenti le modalità operative tipiche delle piattaforme di social lending, possono essere considerate personalizzate allorché i prenditori e i finanziatori sono in grado di incidere sulla determinazione delle clausole del contratto tra loro stipulato e il gestore del portale si limita a svolgere attività di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto (condizione rispettata allorché ad es. il gestore predisponga un regolamento contrattuale standard, quale base di partenza delle trattative); ed inoltre che per non incorrere nel reato di esercizio abusivo della raccolta del risparmio, i prenditori devono avvalersi esclusivamente di piattaforme che assicurano il carattere personalizzato delle trattative e devono essere in grado di dimostrare il rispetto di tale condizione anche attraverso un'adeguata informativa pubblica; (ii) l'acquisizione di fondi presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nei settori bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale.

Sulla necessità di mantenere entro un predeterminato l'acquisizione dei fondi, le disposizioni si limitano a stabilire che la definizione di un limite massimo è coerente con la *ratio* ad esse sottesa, volta a impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante presso un numero indeterminato di risparmiatori: purtuttavia è stato delegato al gestore il compito di definirlo. Compito che la Banca d'Italia ha ritenuto di non poter assolvere, non essendo espressamente titolare del potere disciplinare di determinarlo<sup>52</sup>.

Ma, come è stato notato, il mancato intervento può anche ritenersi l'indice di una profonda incertezza sulla posizione da adottare, a tutti i livelli, nei confronti del fenomeno, un'eccessiva regolamentazione essendo potenzialmente in grado di bloccare lo sviluppo e la crescita, la sua assenza, all'opposto, esponendo al rischio di determinare una situazione di instabilità finanziaria, a cagione, in particolare dell'eventuale aumento delle possibilità di *default* dei richiedenti, ol-

---

<sup>52</sup> E v. infatti il Resoconto della consultazione, reperibile sul sito *bancaditalia.it*, ove espressamente si legge: “*Quanto in merito alle richieste di definire, nelle disposizioni, un limite massimo all'acquisizione di fondi, la Banca d'Italia non ha, in base all'attuale quadro normativo, il potere di disciplinare questo aspetto*”.

tre che di situazioni di concorrenza sleale nei confronti degli intermediari vigilati, minando così diritti ed interessi di rilevanza generale<sup>53</sup>.

## 4. Le *Initial Coin Offerings* (ICO'S)

### 4.1. La fattispecie

Una rapida diffusione assiste anche il fenomeno delle *Initial Coin Offerings* (anche ICO'S), utilizzate in genere come valida alternativa di finanziamento da soggetti, quali PMI e *start-up*, interessati a realizzare un determinato progetto. Si tratta di un fenomeno complesso, non omogeneo, fonte di notevoli incertezze giuridiche e perciò di rischi per gli investitori, in specie per l'assenza di garanzie sussistenti normalmente in caso di sottoscrizione o acquisto di prodotti finanziari.

A tale stregua la Consob ha presentato un documento di discussione con l'obiettivo di avviare un dibattito a livello nazionale<sup>54</sup>, dal quale possono trarsi notevoli indicazioni per le modalità di strutturazione dell'operazione.

In effetti, per quanto le stesse siano numerose, può nondimeno essere rinvenuto uno schema tipico ricorrente, ricostruibile nel modo che segue:

- 1) l'emittente promuove un progetto imprenditoriale mediante la pubblicazione e diffusione del *white paper* su un sito internet dedicato.
- 2) l'emittente crea attraverso una piattaforma una nuova criptovaluta (in genere della specie dell'*ethereum*) legata al progetto (*token* digitali).

---

<sup>53</sup> E. Bani, *Le piattaforme di peer to peer lending*, cit., 176.

<sup>54</sup> CONSOB, *Le offerte iniziali e gli scambi di cripto-attività. Documento per la Discussione*, 19 marzo 2019, reperibile in internet presso il sito [www.consob.it](http://www.consob.it), a commento del quale cfr. A. Sciarone Alibrandi, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività: il nuovo approccio regolatorio della Consob*, aprile 2019, in *dirittobancario.it*; P. Carrière, *Possibili approcci regolatori al fenomeno dei crypto-asset*; note a margine del documento di consultazione della Consob, in *dirittobancario.it*; G. Gitti, M. Maugeri, C. Ferrari, *Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*, in *ODCC*, 1/2019, 95 ss.

- 3) i *token* digitali attribuiscono ai possessori diritti economici vari, legati all'andamento dell'iniziativa economica (dividendi, diritti sugli *assets* etc.).

Normalmente i *token* digitali sono offerti in sottoscrizione al pubblico per un periodo determinato di tempo, attraverso una prima fase di prevendita (c.d. *presale*), una successiva di *sale* (vendita) ed eventualmente una di riacquisto (*buyback*) entro un determinato periodo<sup>55</sup>.

Per aderire all'offerta i sottoscrittori devono trasferire sul portafoglio di cui alla piattaforma usata dall'emittente la criptovaluta richiesta e ricevono in cambio i *token* digitali emessi dall'emittente nella misura prefissata.

I rapporti tra emittente e sottoscrittore sono regolati da un *digital token agreement* che viene sottoscritto digitalmente dal sottoscrittore attraverso l'adesione all'offerta sul sito dell'emittente. I *token* possono, poi, essere mantenuti a scadenza e convertiti in criptovaluta ovvero essere ceduti e negoziati su piattaforme di negoziazione.

Una *Initial Coin Offering* è destinata – e in ciò risiede il *quid* in comune con una *Initial Public Offering* – ad un numero potenzialmente indeterminato di investitori, nonché connotata da una serie di attività volte alla promozione/pubblicità dell'operazione. I suoi elementi caratterizzanti possono, invece, dirsi i seguenti<sup>56</sup>:

- 1) l'utilizzo della tecnologia *blockchain*, che consente di disintermediare le infrastrutture tipiche dei mercati dei capitali (es. banca depositaria, consorzio di collocamento, mercati secondari);
- 2) l'utilizzo di un diverso strumentario per la regolazione dei flussi finanziari, avvenendo in genere il pagamento dei *token* con valute virtuali (es. *Ethereum*, *Bitcoin*) in luogo di moneta avente corso legale;
- 3) l'utilizzo di sistemi di pubblicità e promozione tramite *world wide web*, in modo che le forme di promozione e di raccolta avvengano su base transfrontaliera, senza legami territoriali, né per quanto attiene alla figura dell'emittente né per quella del promotore;
- 4) la pubblicazione di un c.d. *white-paper* in luogo di un prospet-

<sup>55</sup> Cfr. E. Franza, *Nuove modalità di finanziamento*, cit., 8.

<sup>56</sup> Si veda il *Documento di consultazione*, cit., 3.



to, destinato a ricomprendere le principali caratteristiche dell'operazione e dell'oggetto dell'offerta.

## 4.2. La disciplina

Sussistono notevoli incertezze in ordine alla disciplina applicabile, in specie in ordine ai diritti degli investitori ed alla loro tutela. Non sorprende quindi il fenomeno ha attirato l'interesse delle varie Autorità di vigilanza, anche a livello europeo, oltre che degli stati membri.

È peraltro evidente che il problema richiede di identificare la tipologia di *token* in esame. A tale riguardo, sulla base della prassi riscontrabile, l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (Finma) della Svizzera<sup>57</sup> ha elaborato una tassonomia concernente alcune categorie entro le quali suddividere i *token*. In particolare, a seconda della specifica operazione, questi ultimi possono atteggiarsi come:

1) una criptovaluta, ossia quale strumento di pagamento generico per l'acquisto di beni e servizi, trattandosi allora di una moneta virtuale;

2) uno strumento finanziario, qualora rappresenti una partecipazione, oppure più generalmente un prodotto finanziario (*investment-token* o *security-like-token*);

3) un *utility token*, nell'ipotesi in cui il *token* attribuisca all'investitore solo il diritto di acquistare beni e servizi dal soggetto emittente<sup>58</sup>.

L'identificazione della disciplina è peraltro resa ancor più complessa nel caso dei c.d. *hybrid-token*, che presentano in genere un

---

<sup>57</sup> Tassonomia proposta (come ricordano G. Gitti, M. Maugeri, C. Ferrari, *Offerte iniziali*, cit., 97), dalla FINMA, l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari della Svizzera (FINMA, *Guida pratica per il trattamento delle richieste inerenti all'assoggettamento in riferimento alle initial coin offering*, 16 febbraio 2018, reperibile sul sito <https://www.finma.ch>) e ripresa anche dall'ESMA (ESMA, *Advice. Initial Coin Offerings and Crypto-Assets*, del 9 gennaio 2019, proposto alla Commissione Europea, e reperibile su [esma.europa.eu](https://esma.europa.eu)).

<sup>58</sup> Cfr. E. Franza, *Nuove modalità di finanziamento*, cit., 9, secondo la quale ai *token* criptovalute andrà applicata la disciplina inerente alla moneta elettronica, mentre ai *security token* quella finanziaria relativa agli strumenti o prodotti finanziari, con ogni conseguenza (es. in termini di adempimento degli obblighi di prospetto, etc.), mentre con riguardo agli *utility token* i relativi pagamenti potrebbero addirittura essere equiparati ai depositi bancari.

contenuto di tipo finanziario, oltre a essere collocati mediante offerte pubbliche a investitori *retail*, dalle caratteristiche appartenenti all'una e all'altra delle tipologie individuate, ciò che rende più difficile ogni discorso in termini di classificazione, come riconosciuto dalla stessa Consob, il cui Documento pare riferirsi principalmente alla tipologia di *token* d'investimento, in senso puro o ibrido.

In genere, si tende a riconoscere da parte delle varie Autorità di Vigilanza, a seconda della struttura concreta dei diritti incorporati, che le ICO'S ricadranno nelle varie regolamentazioni (offerta al pubblico prodotti finanziari, prestazione di servizi e attività di investimento, gestione collettiva del risparmio, nonché anche dell'*equity crowdfunding*)<sup>59</sup>.

Come si è già anticipato, in Italia la Consob ha prodotto un documento che si propone l'obiettivo di avviare un dibattito a livello nazionale sul tema delle offerte iniziali e degli scambi di cripto-attività, in connessione con la diffusione di operazioni di *initial coin offerings* (ICO'S) e quindi di *crypto-asset* nei quali investono i risparmiatori italiani<sup>60</sup>. Giova mettere in evidenza che l'intento della Consob è espressamente quello di tipizzare le cripto-attività diverse dagli strumenti finanziari, quale autonoma categoria, e ciò anche al fine di evitare condotte elusive in relazione all'attività di ingegnerizzazione dei *token* che si differenziano dagli strumenti finanziari, ma che potrebbero integrare la nozione domestica di prodotto finanziario.

Si comprende, allora, che nel quadro delle varie possibili soluzioni l'applicabilità delle disposizioni di vigilanza previste dal t.u.f. alle ICO'S e l'obbligo di pubblicare un prospetto andranno valutate caso per caso. In particolare, l'applicabilità della disciplina del t.u.f. in tema di offerta al pubblico di prodotti finanziari, con obbligo di prospetto, sarà subordinata all'accertamento delle seguenti condizioni:

- a) la qualificazione dei *token* digitali come prodotti finanziari ai sensi della lettera u) del comma 1 dell'art. 1 t.u.f., che, come è noto, ricomprende sia gli strumenti finanziari *sia ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*;
- b) l'esistenza di una comunicazione volta a far acquistare o sottoscrivere detti prodotti finanziari;

<sup>59</sup> Si veda E. Franza, *Nuove modalità di finanziamento*, cit., 10.

<sup>60</sup> La relativa consultazione è ormai conclusa, ma i suoi esiti, al momento dello scritto, non sono ancora pervenuti.

c) la pubblicità dell'offerta e la sua destinazione a residenti in Italia.

In presenza di tutte e tre le caratteristiche, la ICO andrà trattata come offerta al pubblico di prodotti finanziari<sup>61</sup>. A tale stregua potranno essere di grande utilità i chiarimenti della Consob con i propri pronunciamenti (in forma di pubblicazione di risposte a quesiti e provvedimenti di sospensione, divieto e sanzionatori), che hanno contribuito a circoscrivere la nozione domestica di prodotto finanziario. In particolare gli investimenti di natura finanziaria ricompresi nella categoria dei prodotti finanziari sono le proposte di investimento che implicano la compresenza dei tre seguenti elementi: (i) impiego di capitale, (ii) promessa/aspettativa di rendimento di natura finanziaria e (iii) assunzione di un rischio direttamente connesso e correlato all'impiego di capitale<sup>62</sup>.

Tali orientamenti, come ribadito dalla Consob nel predetto Documento di consultazione, sono stati ulteriormente specificati sino ad individuare le seguenti caratteristiche, che devono ricorrere affinché un investimento possa ritenersi di natura finanziaria, ossia: a) prevalenza del connotato finanziario rispetto a quello di godere e disporre del bene acquisito con l'operazione; b) effettiva e predeterminata promessa, all'atto dell'instaurazione del rapporto contrattuale, di un rendimento collegato alla *res* tale da far ritenere che “*l'atteso incremento di valore del capitale impiegato (ed il rischio ad esso correlato) sia elemento intrinseco all'operazione stessa*”, diverso dal mero apprezzamento del bene nel tempo, accedendo quindi alla causa stessa del contratto sottostante<sup>63</sup>.

La difficoltà nel caso dell'emissione di *token*, come messo in evidenza dal Documento di consultazione, consiste nel fatto che con la stessa vengono spesso prospettati ‘rendimenti’ non chiaramente ricollegabili ai ‘rendimenti di natura finanziaria’ (ossia proprio uno degli

---

<sup>61</sup> E. Franza, *Nuove modalità di finanziamento*, cit., 14.

<sup>62</sup> Nel documento di consultazione viene richiamata Cass., 5 febbraio 2013, n. 2736, in *Contratti*, 2013, 1105 ss., secondo cui la causa negoziale è finanziaria allorché la ragione giustificativa del contratto e non il suo semplice motivo interno, consiste nell'investimento del capitale con la prospettiva dell'accrescimento delle disponibilità investite, senza l'apporto di prestazioni da parte dell'investitore diverse da quella di dare una somma di denaro;

<sup>63</sup> Comunicazione n. DTC/13038246 del 6-5-2013.

elementi caratterizzanti il ‘prodotto finanziario’). Più precisamente, in base alle caratteristiche dei *token* offerti, sono prospettate agli investitori aspettative di rendimenti/ritorni economici rappresentati, a grandi linee, da proventi: i) in via diretta (rendimenti parametrati all’andamento dei ricavi, dei volumi di beni e servizi venduti o dei profitti dell’iniziativa imprenditoriale; ii) in via indiretta, correlati al potenziale apprezzamento del valore dei *token* negoziati in dedicati *exchange* (che può dipendere dalla positiva performance dell’iniziativa imprenditoriale così come dalle sole dinamiche di mercato).

In tal senso, la Consob prospetta l’opportunità di codificare una categoria speciale *ad hoc* per le cripto-attività estranee al perimetro degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento (PRIIP, PRIP e IBIP) disegnato dal legislatore UE, dalla natura di registrazioni digitali rappresentative di diritti connessi a investimenti in progetti imprenditoriali.

È quella individuata un’autonoma categoria distinta dai prodotti finanziari, o forse per meglio dire collocabile su un diverso livello definitorio<sup>64</sup>, nella quale sembrerebbero rientrare sia *token* che non sono prodotti finanziari, sia *token* qualificabili in questi termini, giammai, invece, *token* riconducibili all’insieme degli strumenti finanziari e dei prodotti di investimento prima menzionati, soggetti ad una disciplina sovraordinata sul piano della gerarchia delle fonti.

Una categoria alla quale potrebbe essere riservata una disciplina speciale perimetrata alle peculiarità della materia, con il vantaggio di ridurre le ipotesi in cui si renda necessario un’analisi su ciascuna situazione specifica finalizzata a riscontrare le caratteristiche che identificano il prodotto finanziario (un’analisi *case-by-case*), sì da giustificare una disciplina speciale, evitando ai promotori, la soggezione alla disciplina nazionale in tema di prodotto finanziario, in particolare in materia di prospetto e di offerta a distanza. Tanto a condizione però che siano impiegate piattaforme dedicate e vigilate dalla Consob rispondenti ad alcuni requisiti. Tutto questo anche in relazione – sottolineo sempre la Consob – all’inidoneità degli attuali schemi di prospetto a fornire un’adeguata rappresentazione dell’emissione e delle

---

<sup>64</sup> Cfr., condivisibilmente, G. Gitti, M. Maugeri, C. Ferrari, *Offerte iniziali*, cit., 103.

caratteristiche dell'emittente di *token*, che in genere opera in una fase molto prodromica alla realizzazione del progetto di attività economica, che può rilevare a prescindere dall'integrazione degli estremi dell'attività d'impresa.

Ne discenda una situazione nella quale si delineano ipotesi di esenzione da prospetto, ulteriori a quelle già previste dalla disciplina vigente.

In tale quadro, come già anticipato, si prospetta la possibilità di istituire specifiche piattaforme per le offerte di cripto-attività<sup>65</sup>, ossia per lo svolgimento in sede di emissione di tali offerte che avviene in genere in contesto di *blockchain*. In tal senso, gli operatori più attrezzati per questo genere di attività sono identificati nei gestori dei portali per la raccolta di capitale di rischio – e di recente anche per l'offerta di obbligazioni e titoli di debito – ancorché si renderebbe necessaria l'istituzione di piattaforme distinte per ciascuna delle attività – purché ne venga data preventiva comunicazione alla Consob. Tanto senza escludere che soggetti diversi rispetto ai gestori dei portali di *crowdfunding*, in possesso di requisiti soggettivi analoghi ai gestori dei portali, possano gestire le suddette piattaforme per le offerte di cripto-attività, e ciò al fine di non precludere lo sviluppo di business alternativi, consentendo la specializzazione nel solo settore delle ICO'S.

Per tutti gli operatori – ossia: tanto i gestori dei portali autorizzati dalla Consob, tanto per gli ulteriori soggetti – andrebbe richiesta *“l'implementazione di un apparato informativo procedurale, organizzativo e di controllo strutturato e adeguato rispetto ai rischi sottesi alla ‘nuova’ operatività, nell'ottica della tutela degli investitori”*<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> Proponendosi la seguente definizione del luogo deputato allo svolgimento delle offerte: 'piattaforma per le offerte di cripto-attività': una piattaforma *on line* che abbia come finalità esclusiva la promozione e realizzazione di offerte di cripto-attività di nuova emissione.

<sup>66</sup> Quanto ai soggetti che emettono cripto-attività, potranno essere società, persone fisiche o *networks* di sviluppatori di prodotti, ponendosi la questione delle loro caratteristiche e della valutazione di eventuali requisiti minimi e di quale tipo affinché possano essere selezionabili per la promozione delle relative offerte sulle piattaforme. Costoro dovranno rendere ai gestori tutte le informazioni necessarie affinché i potenziali investitori siano in grado di valutare gli investimenti proposti. Ed a tal fine, si ravvisa l'opportunità di una standardizzazione adeguata delle informazioni sulle operazioni, anche al fine della comparabilità delle diverse offerte.

Circa l'obbligatoria sottoposizione di un regime così individuato, la Consob è giunta alla conclusione che nell'attuale fase storica la cristallizzazione del fenomeno in rigide categorie rischia di non cogliere per un verso, le opportunità che per il suo tramite si dischiudono nel mercato dei capitali e per l'altro le sue caratteristiche in costante evoluzione. In senso, si suggerisce di introdurre un regime di *opt-in*, ossia con facoltà di scelta del canale regolamentato o meno, che consenta primo luogo all'emittente/offerdente/promotore di scegliere l'impiego di una piattaforma dedicata al fine di rivolgersi alla platea degli investitori. Con la conseguenza che le offerte condotte al di fuori resterebbero egualmente legittime, salvo l'eventuale valutazione in termini di abusività della condotta qualora il *token* presenti le caratteristiche di prodotto finanziario.

Ed è chiaro a questo punto che la scelta di aderire al canale regolamentato offrirebbe il non trascurabile vantaggio di consentire all'offerente di evitare l'assoggettamento all'onerosa disciplina dell'offerta al pubblico e della offerta a distanza di prodotti finanziari, laddove le offerte di cripto-attività siano idonee ad integrare la nozione di prodotto finanziario. Peraltro, una volta effettuata tale scelta, le piattaforme e le relative attività saranno soggette alla vigilanza da parte della Consob.

Tale regime è peraltro suggerito anche in relazione ai sistemi di scambi di cripto-attività<sup>67</sup>. Più precisamente, viene intravista la stessa opportunità di adeguate forme di regolamentazione in relazione agli *exchange* in cui si negozino cripto-attività eventualmente non qualificabili come strumenti finanziari, e dunque non soggetti all'impianto disciplinare di MiFID II/MIFIR. Di fronte ad attività funzionalmente analoghe, la Consob auspica perciò l'introduzione di una disciplina che preveda parametri minimi di *governance* e operatività per le piattaforme in questione, assoggettando il gestore del sistema di scambi al medesimo regime di *opt-in* per il gestore del sistema di scambi. Più precisamente non si verrebbe a creare una vera e propria riserva di attività per la gestione di tali sistemi di scambio, libero restando l'operatore nella scelta se sottoporsi alla disciplina in materia, ma si

---

<sup>67</sup> Proponendosi di codificare la nozione di sistema di scambi di cripto-attività quale insieme di regole e di strutture automatizzate, che consente di raccogliere e diffondere proposte di negoziazione di cripto-attività e di dare esecuzione a dette proposte, anche attraverso tecnologie basate su registri distribuiti.

creerebbe un incentivo all'opt-in costituito dal collegamento con le offerte condotte per il tramite di piattaforme dedicate e regolamentate<sup>68</sup>. Prevedendosi quale effetto del doppio regime indicato, un aumento di tutela per l'investitore, il quale sarà, quindi, consapevole che l'investimento in cripto-attività offerte su piattaforme regolate e negoziabili su sistemi di scambi regolati siano maggiormente affidabili di quelle che si svolgono in un contesto libero. Anche in tal caso, tali sistemi risulterebbero soggetti alla vigilanza della Consob in ordine al rispetto dei requisiti soggettivi e di organizzazione e funzionamento del sistema, nonché nell'ottica di tutelare l'ordinato svolgimento degli scambi.

In conclusione, può condividersi che le proposte della Consob muovano dal condivisibile intento di ricercare un punto di equilibrio tra l'esigenza di evitare un eccesso di regolamentazione che cristallizzi il fenomeno con la creazione di effetti disincentivanti e dall'altro quella di evitare il rischio di potenziali deficit di trasparenza per gli investitori finali, i quali saranno messi in condizione di valutare se aderire ai sistemi soggetti per scelta volontaria al regime previsto. Peraltro, va opportunamente ricordato come le offerte e gli scambi di *token* che non si caratterizzino come prodotti finanziari, e che dunque non siano soggetti alla relativa disciplina, ma che per mancato esercizio del regime dell'opt-in non siano sottoposti neppure alla regolamentazione suggerita dalla Consob, non resterebbero prive del tutto di regolamentazione, in specie in punto di tutela degli investitori, potendo questi ultimi usufruire, a date condizioni, della tutela prevista a favore dei consumatori, in specie con riferimento ai contratti a distanza (direttiva 2011/83/UE, recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 21/2014, con sostituzione delle norme da artt. 45 a 67 del Codice del consumo)<sup>69</sup>.

---

<sup>68</sup> Un'ipotesi in tal senso potrebbe prevedere, spiega ancora la Consob, da un lato, la previsione che solo le cripto-attività che siano state oggetto di offerta al pubblico attraverso una o più piattaforme per le offerte relative potranno essere ammesse agli scambi e dall'altro l'iscrizione su domanda dell'organizzatore del sistema di scambi in un apposito registro della Consob, che sarà concessa a condizione che il sistema presenti taluni requisiti in termini di regole e procedure (come ad es. in tema di identificazione e gestione dei rischi, ovvero per la gestione di conflitti di interesse, etc.).

<sup>69</sup> In tal senso, cfr. G. Gitti, M. Maugeri, C. Ferrari, *Offerte iniziali*, cit., 113.

## 5. Alcune prospettive di diritto europeo *de iure condendo*

Nel concludere questa breve disamina, non ci si può esimere dal richiamare alcune proposte di regolamentazione del fenomeno del *crowdfunding* a livello europeo.

In effetti, nei già citati rapporti elaborati dalla Commissione europea, quest'ultima aveva adottato un approccio assai cauto (*wait, study and see*) sul tema in esame, concludendo, in particolare, che non vi fossero valide ragioni per intervenire a livello di UE<sup>70</sup>.

Più di recente, tuttavia, la stessa Commissione, nel quadro della strategia avviata con il FinTech Action Plan<sup>71</sup> ed in collegamento con l'*Action Plan* sulla *Capital Markets Union*, ha manifestato l'intenzione di predisporre una regolazione dell'*investment-based crowdfunding* e del *lending-based crowdfunding*, individuando nell'art. 114 TFUE, norma che consente l'adozione, sotto forma di regolamento o di direttiva, di misure di ravvicinamento delle disposizioni nazionali che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno, la base giuridica legittimante, appunto, l'adozione delle misure per avvicinare le normative nazionali al fine di favorire lo sviluppo dell'attività delle piattaforme anche *cross-border* nel mercato interno, proteggendo gli utenti e aumentando la fiducia.

Dopo avere identificato quattro opzioni in astratto perseguibili<sup>72</sup>, la Commissione ha, infine, pubblicato l'8 marzo 2018 una Proposta di regolamento europeo relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese [*on European Crowdfunding Service Providers (ECSP) for Business*]<sup>73</sup>, prediligendo l'ultima di esse, in ordine

---

<sup>70</sup> Cfr. *supra*, nt. 16.

<sup>71</sup> European Commission, *FinTech Action plan*, cit.

<sup>72</sup> Vedile riassunte in E. Macchiavello, in A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Pattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending*, cit., 225 s.

<sup>73</sup> Reperibile presso il sito: <https://eur-lex.europa.eu>. Si osservi che nella premessa alla proposta, si legge che la scelta è ricaduta sul regolamento in primo luogo sulla base dell'assunto per il quale, per essere efficace, un marchio UE deve essere direttamente applicabile in tutti gli Stati membri (v. anche *infra*, nel testo); ed in secondo luogo in quanto la proposta stabilisce requisiti armonizzati per le piattaforme che desiderano fare domanda di autorizzazione, non dovendo essere soggetta a



alla previsione di una disciplina basata sull'introduzione di un'autorizzazione europea, il cui rilascio avrebbe permesso alle piattaforme di esercitare la loro attività anche negli altri stati membri in regime di mutuo riconoscimento (*opt-in*). Tanto con il dichiarato intento di istituire un marchio europeo per le piattaforme di *crowdfunding* basato sull'investimento e sul prestito che permette le attività transfrontaliere e si prefigge di far fronte ai rischi in modo proporzionato.

La proposta mira a istituire, secondo quanto si legge nella relazione introduttiva, norme uniformi in materia di *crowdfunding* a livello di UE. Essa, si badi, non sostituisce, laddove esistano, le norme nazionali in materia di *crowdfunding*. In base alla proposta, infatti, un fornitore di servizi di *crowdfunding* può scegliere di offrire o continuare ad offrire servizi a livello nazionale nel rispetto della normativa nazionale applicabile (incluso il caso in cui uno Stato membro decida di applicare il pacchetto MiFID II alle attività di *crowdfunding*) oppure presentare domanda di autorizzazione a fornire servizi di *crowdfunding* nel quadro del regolamento proposto. Nel caso di un'autorizzazione concessa nel quadro delle norme dell'Unione, essa, peraltro, copre la prestazione di servizi sia all'interno di un singolo Stato membro sia a livello transfrontaliero. Qualora, però, il fornitore scegliesse di applicare le norme UE, gli verrà revocata l'autorizzazione concessa ai sensi della normativa nazionale applicabile. In sostanza, l'autorizzazione rilasciata nel quadro del regolamento permetterebbe ai fornitori di servizi di *crowdfunding* di operare nell'ambito di un regime di passaporto in tutti gli Stati membri.

L'ambito di applicazione della proposta concerne, peraltro, i fornitori di servizi di *crowdfunding*, per tali intendendosi quei servizi che consentono l'abbinamento tra l'interesse a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite piattaforme di *crowdfunding* [art. 3, lett. a)]. Più specificatamente, l'attività deve assumere la forma dell'agevolazione della concessione di prestiti e/o del collocamento senza impegno irrevocabile di valori mobiliari emessi

---

norme nazionali specifiche, risultando, dunque, più appropriato un regolamento rispetto ad una direttiva.

da titolari di progetti o della ricezione e trasmissione degli ordini dei clienti<sup>74</sup>.

In sostanza, sono ricompresi i due modelli di *crowdfunding* prima analizzati: l'*equity-debt crowdfunding* ed il *social lending*, riflettendo la scelta secondo la quale sussistano rilevanti punti di contatto tra le due realtà, sì da giustificare l'assoggettamento ad una disciplina unitaria<sup>75</sup>.

Vengono, tuttavia, espressamente esclusi dal perimetro applicativo i servizi di *crowdfunding* forniti a titolari di progetti che sono consumatori, quali definiti all'art. 3, lett. a) della direttiva 2008/48/CE (ossia sono esclusi i prestiti peer to peer ai privati regolamentati dalla direttiva europea per il credito al consumo, se ed in quanto rientranti nella relativa definizione; b) i servizi di *crowdfunding* forniti da persone fisiche o giuridiche che sono state autorizzate come imprese di investimento conformemente all'art. 7 della direttiva 2014/65/UE; c) i servizi di *crowdfunding* forniti da persone fisiche o giuridiche in conformità al diritto nazionale; d) le offerte superiori a un importo di € 1000000 per offerta, calcolato su un periodo di 12 mesi per un dato progetto di *crowdfunding*.

È peraltro evidente che il tenore della proposta, ove fosse approvata, potrebbe essere foriera di dubbi di non scarso peso circa la ricomprensione in essa di quei prodotti che non possano ritenersi appartenenti, in base alle discipline nazionali ed alle loro interpretazioni, né all'ambito dei prestiti né a quello dei valori mobiliari. Sotto tale

---

<sup>74</sup> Più precisamente, si legge all'art. 2 che il regolamento si applica alle persone giuridiche che hanno deciso di chiedere l'autorizzazione, a norma del successivo art. 10, e ai fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati sempre a norma del medesimo articolo, in relazione alla fornitura di servizi di *crowdfunding*. Laddove si prevede all'art. 3 che per servizio di *crowdfunding* debba intendersi l'abbinamento tra l'interesse a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite piattaforme di *crowdfunding* che assume una delle seguenti forme: *i)* agevolazione della concessione di prestiti; *ii)* collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7) della direttiva 2014/65/UE (MiFID II), di valori mobiliari emessi da titolari di progetti e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui all'allegato I, sezione A, punto 1) della direttiva 2014/65/UE relativamente a tali valori mobiliari.

<sup>75</sup> E. Macchiavello, in A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Pattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending*, cit., 231, ove peraltro alcuni rilievi critici accomunamento di realtà che potrebbero giustificare talune differenze di regolamentazione.

ultimo aspetto, e limitandosi alla esperienza giuridica italiana, il pensiero corre immediatamente alle quote di s.r.l., rispetto alle quali è discussa la loro appartenenza alla categoria dei valori mobiliari, pur venendo generalmente considerate facenti parte della più ampia categoria dei prodotti finanziari<sup>76</sup>. Tanto, secondo taluni in virtù della persistenza del divieto di rappresentazione in azioni, ai sensi dell'art. 2468, comma 1, c.c.<sup>77</sup> – divieto che continua a sussistere anche per le quote di PMI srl (v. supra) – ovvero per la loro impossibilità di costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, ai sensi sempre dell'art. 2468, comma 1, c.c., valevole però solo per le quote di grandi s.r.l. e non per le quote di PMI s.r.l.<sup>78</sup>

Va peraltro evidenziato che nei confronti del testo della proposta, sono stati approvati alcuni emendamenti da parte del Parlamento europeo in prima lettura il 27 marzo 2019<sup>79</sup>.

---

<sup>76</sup> Sottolinea il punto, E. Macchiavello, in A. Sciarrone Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Pattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending*, cit., 232. Affronta il tema, di recente, E. Cusa, *Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari*, in *Riv. soc.*, 2019, 675 ss.

<sup>77</sup> Per tale opinione, v. A. Guacero, *La start-up innovativa*, cit., 714.

<sup>78</sup> In tal senso, v. E. Cusa, *Le quote di s.r.l.*, cit., 687 ss.

<sup>79</sup> Cfr. *Risoluzione legislativa del Parlamento europeo del 27 marzo 2019 sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese* (COM(2018)113-C8-0103/2018-2018/0048(COD)), reperibile in internet presso il sito [europarl.europa.eu](http://europarl.europa.eu). Tra le varie modifiche, va sottolineata l'elevazione del limite per le offerte, pari a € 8.000.000; nonché il mutamento della definizione del servizio di *crowdfunding*, che in base all'emendamento proposto, riguarderà i servizi di *crowdfunding* diretti o intermediati, ossia più specificamente: *i*) un servizio di *crowdfunding* diretto, incluse l'agevolazione dell'abbinamento tra uno specifico investitore e uno specifico titolare del progetto e l'agevolazione dell'abbinamento tra uno specifico titolare del progetto e uno specifico investitore; *ii*) un servizio di *crowdfunding* intermediato, incluse l'agevolazione dell'abbinamento tra un investitore e un titolare del progetto e la determinazione dei prezzi e dei pacchetti di offerte a tale riguardo, oppure l'agevolazione dell'abbinamento tra un titolare del progetto e un investitore e la determinazione dei prezzi delle offerte a tale riguardo o entrambe. E per servizi di *crowdfunding* intermediati, si introduce un nuovo art. 4-bis, secondo il quale gli stessi includono: *a*) il collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari o dell'agevolazione di prestiti emessi da titolari di progetti; *b*) l'offerta di consulenza in materia di investimenti, di cui all'allegato I, sezione A, punto 5), della direttiva 2014/65/UE, per quanto riguarda i valori mobiliari o l'agevolazione di prestiti emessi da titolari di progetti; nonché *c*) la ricezione e la trasmissione degli or-

Va peraltro evidenziato come a fronte di alcune timide aperture da parte del Comitato per gli affari economici e monetari del Parlamento europeo rispetto all'introduzione di una regolamentazione (parziale) delle ICO all'interno del regolamento, con la previsione nella bozza elaborata dal Comitato in data 10/8/2018<sup>80</sup> della possibilità, per le piattaforme di *crowdfunding*, di gestire campagne di raccolta di capitali attraverso le critpto-attività purché nel rispetto del limite degli 8 milioni di euro e di altri requisiti addizionali (ad es. che non siano *private placement*)— bozza invero neppure approvata in via definitiva dallo stesso Comitato<sup>81</sup> — tale suggerimento non è stato preso in considerazione dalla citata risoluzione, affermandosi, anzi, nel considerando 11-*bis* proposto, che le caratteristiche delle offerte iniziali di moneta (ICO) differiscono notevolmente dal crowdfunding disciplinato dal presente regolamento; auspicandosi tuttavia in futuro la proposizione da parte della Commissione di un quadro legislativo completo a livello di Unione per le ICO'S (v. considerando 15-*bis* e 15-*ter* proposti).

---

dini dei clienti, di cui all'allegato I, sezione A, punto 1), della direttiva 2014/65/UE, per quanto riguarda i valori mobiliari o l'agevolazione di prestiti emessi da titolari di progetti. In senso critico su tali suggerimenti, cfr. E. Macchiavello, in A. Sciarro-ne Alibrandi, G. Borello, R. Ferretti, F. Lenoci, E. Macchiavello, F. Pattassoglio, F. Panisi, *Marketplace lending*, cit., 243, secondo cui le stesse rischiano di aumentare l'incertezza, come, ad es., in relazione all'ampliamento al servizio di consulenza in materia di investimenti senza l'applicazione delle regole tipiche del servizio (test di adeguatezza).

<sup>80</sup> V. il *Draft Report* 2018/0048(COD) del 10/8/2018.

<sup>81</sup> E v. il documento di seduta A8-0364/2018 del 9/11/2018, reperibile presso il sito [europarl.europa.eu](http://europarl.europa.eu).