

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

DIREZIONE SCIENTIFICA

G. ALPA - M. ANDENAS - A. ANTONUCCI  
F. CAPRIGLIONE - R. MASERA - R. Mc CORMICK  
F. MERUSI - G. MONTEDORO - C. PAULUS

Supplemento al n. 3/2023

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

La sede della Rivista è presso  
la Fondazione G. Capriglione Onlus,  
Università Luiss G. Carli,  
Viale Romania 32, 00197 Roma.

## *Direzione Scientifica*

G. Alpa - M. Andenas - A. Antonucci - F. Capriglione - R. Masera  
F. Merusi - R. McCormick - G. Montedoro - C. Paulus

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

V. Lemma - E. Venturi - D. Rossano - N. Casalino - A. Troisi

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno essere  
riprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus su altre  
proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

*Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.*

## COMITATO SCIENTIFICO PER LA VALUTAZIONE

L. Ammannati, E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, C. Brescia Morra, M. Brogi, R. Calderazzi, E. Cardi, A. Cilento, M. Clarich, A. Clarizia, R. Coccozza, G. Colavitti, F. Colombini, G. Conte, P. E. Corrias, C. G. Corvese, L. De Angelis, M. De Benedetto, P. De Carli, C. De Caro, P. de Gioia Carabellese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Brina, L. Di Donna, G. Di Gaspare, F. Guarracino, F. Di Porto, G. Di Taranto, V. Donativi, M. V. Ferroni, L. Foffani, C. Fresa, P. Gaggero, I. Ingravallo, C. Irti, R. Lener, M. Libertini, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, M. B. Magro, F. Maimeri, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, S. Martuccelli, M. Maugeri, R. Miccù, F. Moliterni, S. Monticelli, G. Napolitano, G. Niccolini, A. Niutta, M. Passalacqua, M. Pellegrini, M. Proto, M. Rabitti, N. Rangone, P. Reichlin, R. Restuccia, A. Romano, A. Romolini, C. Rossano, G. Ruotolo, C. Russo, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, M. Sepe, G. Sicchiero, D. Siclari, G. Terranova, G. Tinelli, V. Troiano, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

## REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

I contributi inviati alla Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia sono oggetto di esame da parte del «Comitato scientifico per la valutazione» secondo le presenti regole.

1. Prima della pubblicazione, tutti gli articoli, le varietà, le note e le osservazioni a sentenza inviati alla *Rivista* sono portati all'attenzione di due membri del *Comitato*, scelti in ragione delle loro specifiche competenze ed in relazione all'area tematica affrontata nel singolo contributo.
2. Il contributo è trasmesso dalla *Redazione* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione, ai membri del *Comitato*, perché i medesimi – entro un congruo termine – formulino il proprio giudizio.
3. In ciascun fascicolo della *Rivista* sarà indicato, in ordine alfabetico, l'elenco dei membri del *Comitato* che hanno effettuato la valutazione dei contributi pubblicati.
4. In presenza di pareri dissenzienti, la *Direzione* si assume la responsabilità scientifica di procedere alla pubblicazione, previa indicazione del parere contrario dei membri del *Comitato*.
5. Ove dalle valutazioni emerga un giudizio positivo condizionato (a revisione, integrazione o modifica), la *Direzione* promuove la pubblicazione solo a seguito dell'adeguamento del contributo alle indicazioni dei membri del *Comitato*, assumendosi la responsabilità della verifica.

## I CONTRIBUTI DEL PRESENTE FASCICOLO SONO STATI VALUTATI DA:

L. Di Brina, R. Motroni

# TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Pubblicazione degli atti del Webinar

“La nuova regolamentazione del crowdfunding” tenutosi il 28 marzo 2023

e organizzato dall'Università degli Studi di Perugia \*

*a cura di Vincenzo Troiano*

---

\* Il presente lavoro rientra tra le attività di ricerca condotte nel quadro del Progetto PRIN 2020 intitolato *Regulating Technological Driven Finance*, promosso da gruppi di ricercatori delle Università Marconi, Perugia, Sapienza e Telma Sapienza.

## INDICE

VINCENZO TROIANO – *Introduzione* (Introduction) .....1

### PROFILI GENERALI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Brevi note sul crowdfunding* (Brief notes on crowdfunding)...12

PAOLO GAGGERO – *Digital finance e crowdfunding: profili delle relazioni negoziali* (Digital finance and crowdfunding: profiles of negotiating relationships).....42

VALERIO LEMMA – *Crowdfunding e disintermediazione creditizia: dallo shadow banking system alla nuova riserva di attività* (Crowdfunding and credit disintermediation: from the shadow banking system to the new licensing regimes) .....61

EUGENIA MACCHIAVELLO – *L'impianto della disciplina europea ed il ruolo di intermediario del fornitore di servizi di crowdfunding alle imprese: un nuovo gatekeeper?* (The architecture of the European crowdfunding legal framework and the intermediary role of the crowdfunding service provider for business: a new gatekeeper?).....86

### ASPETTI DISCIPLINARI E DI MERCATO

JASMINE MAZZA, FEDERICA NAVA, GIUSEPPE CALARCO – *Il gestore di portali. Autorizzazione e vigilanza prudenziale* (The crowdfunding service provider. Authorization and prudential supervision).....116

FEDERICO FRATINI – *I servizi di crowdfunding* (The crowdfunding services).....140

SIMONE MEZZACAPO – <i>Il finanziamento di «progetti di crowdfunding» a favore delle PMI e la «gestione individuale di portafogli di prestiti»</i> (The financing of “crowdfunding projects” for SMEs and “the “individual portfolio management of loans”)	165
MARCO SEPE – <i>Le offerte di crowdfunding tra mercato primario e secondario: il regime delle bacheche elettroniche e la circolazione delle quote di S.r.l.</i> (Crowdfunding offers between the primary and secondary markets: the electronic bulletin board regime and the circulation of limited liability company shares)	184
GIOVANNI BERTI DE MARINIS - <i>La tutela dell’investitore nelle operazioni di crowdfunding</i> (Investor protection in crowdfunding transactions)	202
LUIGI DONATO - <i>L’evoluzione del crowdfunding immobiliare. Da piattaforme tecnologiche ad intermediari regolamentati</i> (The evolution of real estate crowdfunding. From technology platforms to regulated intermediaries)	225
EDOARDO REGGIANI - <i>Il punto di vista dell’industria, tra opportunità e ritardi nella attuazione della disciplina: competitività del sistema Italia</i> (The industry perspective, between opportunities and delays in the implementation of the discipline: competitiveness of the Italian system)	243
FRANCESCO AFFINITO - <i>I poteri di vigilanza in tema di servizi e piattaforme telematiche di finanza partecipativa. L’evoluzione della disciplina spagnola tra aspetti critici e profili comparatistici con la normativa italiana</i> (Supervisory power on participatory finance services and digital platforms. The Spanish regulatory evolution between critical aspects and comparative profiles with Italian legislation)	251

## PROFILI GENERALI

## L'IMPIANTO DELLA DISCIPLINA EUROPEA ED IL RUOLO DI INTERMEDIARIO DEL FORNITORE DI SERVIZI DI CROWDFUNDING ALLE IMPRESE: UN NUOVO GATEKEEPER? \*

*(The architecture of the European crowdfunding legal framework and the intermediary role of the crowdfunding service provider for business: a new gatekeeper?)*

**ABSTRACT:** *The present work aims at shedding light on the recently introduced European “crowdfunding services provider”, in particular as gatekeeper. The analysis of the main aspects of the European Crowdfunding Services Providers Regulation No. 1503/2020 (ECSPR) will allow identifying a complex, hybrid and varied form of financial intermediary, subject in part to rules inspired to other regimes and, in part, to innovative regulatory solutions. The crowdfunding provider appears a new form of gatekeeper, tasked with a lighter role compared to other regulated ones (“light gatekeeper”). Nonetheless, some aspects of this new intermediary remain uncertain because of residual grey areas and national discretions left in the ECSPR.*

**SOMMARIO:** 1. Il Regolamento europeo n. 1503/2020: introduzione ed obiettivo del presente contributo. - 2. I primi indizi sulla natura del fornitore europeo di servizi di crowdfunding: consideranda e ambito di applicazione (servizi e prodotti) - 3. Gli “indizi” derivanti dall’esame del regime. - 4. In particolare, gli obblighi da gatekeeper: i controlli sul titolare di progetti e sul documento informativo da questi preparato. - 4.1. Gli obblighi espliciti di “due diligence” e verifica/informazione dell’investitore. - 4.2. Responsabilità civile da omesse o false informazioni: la parola agli Stati Membri. Il caso dell’Italia. - 5. A completamento del quadro: residui di frammentazione regolatoria ed effetti sulla figura del fornitore europeo di servizi di crowdfunding. Conclusioni.

1. Il regolamento europeo in esame ha introdotto un nuovo regime speciale

---

\* Contributo approvato dai revisori.



armonizzato per lo svolgimento di certi servizi di *crowdfunding*, creando la corrispondente nuova figura, a livello europeo, di fornitore di servizi di *crowdfunding* alle imprese<sup>1</sup>. Tale fornitore si aggiunge dunque alla lunga schiera di intermediari finanziari più o meno “tradizionali” (banche, imprese d’investimento, società di gestione del risparmio, società di gestione del mercato, istituti e agenti di pagamento, ecc.) e recentemente introdotti per stare al passo con l’innovazione tecnologica (*third party providers* – PSD2; *crypto-asset issuers* e *crypto-asset service providers* – *Regulation on Markets in Crypto-Asset*, di seguito MiCAR<sup>2</sup>; sedi di negoziazione e infrastrutture di mercato basate DLT- *DLT Pilot regime*<sup>3</sup>). L’Italia è stata tra i primi paesi ad adottare un regime speciale per l’*equity* (poi, *investment-based crowdfunding* e, in particolare, per il gestore di piattaforme di *crowdfunding*: tuttavia,

---

<sup>1</sup> Sul Regolamento 1503/2020, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary* (Edward Elgar 2022); ID., *The European Crowdfunding Service Providers Regulation and the Future of Marketplace Lending and Investing in Europe: The ‘Crowdfunding Nature’ Dilemma*, in *European Business Law Review* 2021, 32(3), 557-608; ORTOLANI E LOUISSE (a cura di), *The EU Crowdfunding Regulation* (OUP 2021). Si segnala anche Mezzacapo, *Il nuovo regime giuridico del ‘financial return’ crowdfunding nel mercato interno, tra regolamentazione unionale e passporting UE*, in *Dir. banca e merc. fin.* 2022, 4, 639.

<sup>2</sup> Proposal for a Regulation [...] on Markets in Crypto-assets, and amending Directive (EU) 2019/1937, COM/2020/593 final (approvata il 20 aprile 2023 dal Parlamento europeo in una diversa versione frutto delle negoziazioni, che non si è potuto consultare nella redazione di tale contributo). Cfr. ANNUNZIATA, *The Licensing Rules in MiCA*, in MOURA VICENTE, PEREIRA DUARTE, GRANADEIRO (a cura di), *Fintech Regulation and the Licensing Principle* (EBI/CIDP, Frankfurt, 2023); Carrière et al. *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*; LENER E FURNARI, *Contributo alla qualificazione giuridica dell’offerta al pubblico di Utility Token (anche) alla luce della proposta di Regolamento Europeo sulle cripto-attività*, in *Bocconi Legal Papers* 2021, 16, 63; ZETZSCHE et al., *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, EBI Working Paper Series, 2020, 77, 1; MASI, *Le criptoattività: proposte di qualificazione giuridica e primi approcci regolatori*, in *BIS* 2021, 2, 241; ZATTI, *Verso la regolamentazione europea delle criptoattività*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2022, 2, 287.

<sup>3</sup> Regulation (EU) 2022/858 of the European Parliament and of the Council of 30 May 2022 on a pilot regime for market infrastructures based on distributed ledger technology, and amending Regulations (EU) No 600/2014 and (EU) No 909/2014 and Directive 2014/65/EU [2022] OJ L 151/1. Per i primi commenti alla versione adottata: CARRIÈRE et al., *Tokenizzazione di azioni e azioni tokens*, Quaderni giuridici Consob 2023, <https://www.consob.it/documents/1912911/1916538/qg25.pdf/0cc70f0f-49ac-7ee4-f8cc-c07f7affbf35>; AMENDOLA, ANNUNZIATA E CHISARI, *DLT-Based Trading Venues and EU Capital Markets Legislation: State of the Art and Perspectives under the DLT Pilot Regime*, in *Bocconi Legal Studies Research Paper*, <https://ssrn.com/abstract=4344803>; McCarthy, *Distributed Ledger Technology and Financial Market Infrastructures: An EU Pilot Regulatory Regime*, in *Capital Markets Law Journal* 2022, 17, 3, 288; IANNIRUBERTO E SABATINI, *Prove generali per un mercato dei capitali europeo digitale: il Dlt Pilot Regime*, in *Bancaria*, 2022, 10.

il nuovo regime europeo ha da poco sostituito interamente tale previgente disciplina italiana e presenta diversi elementi distintivi rispetto al precedente nazionale<sup>4</sup>. Inoltre, la nuova disciplina europea andrà anche a sostituire - ma solo con riferimento al *business crowdfunding* - le indicazioni fornite da Banca d'Italia sulla prestazione del servizio di *lending crowdfunding* nel quadro generale di riserve di attività esistenti in Italia (in particolare, raccolta non bancaria del risparmio e servizi di pagamento) e relativi regimi (in assenza di un regime speciale *ad hoc*)<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Per l'analisi del recepimento in Italia del Regolamento 1503/2020 e dei cambiamenti previsti dal vecchio al nuovo regime, cfr.: FREGONARA, *L'attuazione del regolamento europeo in materia di crowdfunding*, in *dirittobancario.it* (6 aprile 2023). Precedentemente al decreto di recepimento: Macchiavello, *The Crowdfunding Market in Europe and Challenges and Opportunities Ahead: the European Crowdfunding Services Providers Regulation, Coronavirus Pandemic, Brexit and Sustainability*, in *Bocconi Legal Papers* 16/2021, 29-49; ITALIAFINTECH E CHIOMENTI, *Position Paper - Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*, (7 maggio 2021), <https://italiafintech.org/position-paper-sul-regolamento-ue-relativo-ai-fornitori-europei-di-servizi-di-crowdfunding-per-le-imprese/>; PIATTELLI E CARUSO, *The impact of the ECSPR on the crowdfunding legal framework in Italy*, in MACCHIAVELLO (a cura di), *Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business: A Commentary* (Edward Elgar, 2022), pp. 694-710. Sulla previgente disciplina italiana, *ex multis*: GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2014, 6, 699; VITALI, *Equity crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta di capitali di rischio*, in *Rivista delle Società*, 2014, 2-3, 371; CARATOZZOLO, *La disciplina italiana dell'Equity Crowdfunding: tra incentivazione degli emittenti e tutela degli investitori*, in *RTDE* 2013, 3, pp. 256; FREGONARA, *Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*, in *Il Nuovo Diritto delle Società*, 2016, 6, 33; CIOCCA E ACCETTELLA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, n 2/2017, I, pp. 237; DE LUCA, FURNARI e GENTILE, voce "*Equity Crowdfunding*", in *Digesto - Discipline Privatistiche*, Sezione Commerciale, UTET, 2017; Minneci, U., *Equity crowdfunding: gli strumenti a tutela dell'investitore*, in *Riv. dir. civ.*, 2019, I, 509; Lucantoni, *La raccolta di capitali tramite portali: l'equity-crowdfunding*, in CORAPI, LENER, *I diversi settori del fintech* (Cedam, 2019), 129; BOLLETTINARI e FREGONARA, *Il crowdfunding*, in Cagnasso, Mambriani (diretto da), *Start up e P.M.I. innovative* (Zanichelli, 2020), 861; DE STASIO, *Il Crowdfunding*, in CERA, PRESTI (a cura di), *Il testo unico finanziario. Commentario*, vol. 1, Zanichelli, Bologna, 2020, 2325; mi permetto di rinviare anche a MACCHIAVELLO, '*La travagliata evoluzione normativa dell'equity crowdfunding in Italia, il nuovo regolamento Consob e la prospettiva di regolazione del crowdfunding a livello europeo: una disciplina destinata a breve vita?*', in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, 16, 2018, 1-31; ID., *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, in *Banca impresa società*, n. 2/2016, pp. 283-354.

<sup>5</sup> Sulla regolazione del *lending crowdfunding* in Italia ed in Europa, *ex multis*: SCIARRONE ALIBRANDI et al., *Marketplace lending: verso nuove forme di intermediazione finanziaria?*, Quaderno FinTech No. 5, Consob, 2019, <https://www.consob.it/web/area-pubblica/ft5>; MACCHIAVELLO E SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending*, cit.; MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia*', in *Banca, borsa e tit. cred.* 2018, 1, I, 63-98 e *Peer-to-peer Lending and the "Democratization" of Credit Markets: Another*

Il presente contributo si pone l'obiettivo di mettere in luce la figura di fornitore europeo di servizi di *crowdfunding* (FESC), in particolare come *gatekeeper*, che è stata tratteggiata dalla nuova disciplina, attraverso l'analisi del Regolamento europeo n. 1503/2020 in alcune delle sue principali componenti. La figura che emerge è un complesso ibrido, frutto di approccio che unisce norme mutuare da altri regimi e strumenti nuovi, e quindi di un nuovo *gatekeeper*, con un ruolo più leggero di altri intermediari regolamentati ("*light gatekeeper*") ma dai contorni ancora non sempre definiti anche a causa del riconoscimento di discrezionalità nazionali<sup>6</sup>.

2. Fin dall'analisi dei *consideranda* del Regolamento, emerge chiaramente l'intenzione del legislatore europeo di, da un lato, accostare il FESC alle imprese di investimento regolate da MIFID II e, dall'altro, al medesimo tempo, di distinguerlo da queste e da altre imprese regolamentate, attuando continui riferimenti e raffronti alle stesse e ai relativi regimi. Tra le caratteristiche principali tratteggiate dal Regolamento, i *consideranda* fanno riferimento, infatti, ad un "intermediario neutrale" che opera "tra clienti sulla piattaforma"<sup>7</sup> (considerando 26), senza assunzione di rischio, per facilitare «investimenti diretti», «modesti» e alternativi in start-up e PMI gestendo "piattaforme di informazione collocate su internet e

---

*Financial Innovation Puzzling Regulators*, in *Columbia Journal of European Law* 2015, 21(3), 521; CAPOBIANCO, *Il 'Peer to peer lending'*, in Fimmanò e Falcone (a cura di), *FinTech*, (ESI, 2019), pp. 227 ss.

<sup>6</sup> Più estesamente sul raffronto tra fornitori di servizi di *crowdfunding* e intermediari tradizionali: MACCHIAVELLO, *The Licensing Principle and Investment-Based Crowdfunding*, in MOURA VICENTE, PEREIRA DUARTE, GRANADEIRO, cit., 46-70; Id., *The Crowdfunding Regulation in the Context of the Capital Markets Union*, in ORTOLANI E MARIJE LOUISSE, cit., pp. 25-46; MACCHIAVELLO e SCIARRONE ALIBRANDI, *Marketplace Lending as a New Form of Capital Raising in the Internal Market: True Disintermediation or Re-intermediation?*, in AVGOULEAS e MARJOSOLA (a cura di), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, Governance* (De Gruyter 2021), 37-85; MACCHIAVELLO, *Disintermediation in Fund-raising: Marketplace Investing Platforms and EU Financial Regulation*, in CHIU e DEIPENBROCK (a cura di), *Routledge Handbook of Financial Technology and Law* (Routledge, 2021) 291, 299; cfr. anche LUKKARINEN, *Equity Crowdfunding: Principles and Investor Behaviour*, IN SHNEOR, LIANG ZHAO AND BJØRN-TORE FLÅTEN (a cura di) *Advances in Crowdfunding* (Palgrave Macmillan, 2020) 93-118.

<sup>7</sup> A proposito dei rapporti contrattuali che si creano, secondo il modello economico della piattaforma, in ambito di *crowdfunding*, si veda in questo volume il contributo di GAGGERO.

accessibili al pubblico”, e soggetti ad una disciplina tesa ad «evitare l’arbitraggio regolamentare» (consideranda 1, 12 e 22).

Il servizio prestato viene definito specificatamente nell’art. 2(1) lett. a) come l’«abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l’utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*” e consistente nel collocamento senza impegno irrevocabile in combinazione con la ricezione e trasmissione di ordini (come identificati dall’allegato I, Sez. A, MiFID II) e nell’“intermediazione nella concessione di prestiti”<sup>8</sup>. Nel caso dell’*investment-based crowdfunding*, perciò, la peculiarità del servizio è stata esplicitamente ricondotta (cfr. considerando 10) nella prestazione congiunta di due servizi di investimento (uno meramente esecutivo mentre l’altro non esecutivo ma neutrale), così da superare l’incertezza e quindi varietà di qualificazione registrata tra Stati Membri di tale servizio.<sup>9</sup> Tuttavia, tale parallelismo con i servizi MiFID viene subito superato non solo a causa dell’esenzione dei fornitori di servizi di *crowdfunding* dalla disciplina MiFID II<sup>10</sup> ma anche, come si mostrerà meglio nel prosieguo (cfr. §3), dalla mancanza di corrispondenza tra la disciplina disegnata dal Regolamento 1503/2020 per gli stessi e, appunto, la disciplina MiFID per i corrispondenti servizi di investimento. Tale mancanza di corrispondenza e presupposta diversità di disciplina sembra essere anche attestata dalla necessità, pure per le imprese di investimento autorizzate ad offrire i medesimi o simili servizi così come le banche, ad ottenere l’autorizzazione disciplinata dal Regolamento UE 1503/2020 per lo svolgimento di servizi di *crowdfunding*, pur potendo gli Stati membri introdurre un regime semplificato per chi detenga già altre autorizzazioni finalizzato ad evitare la duplicazione di richieste di documenti e l’allungamento eccessivo dei tempi autorizzativi complessivi

---

<sup>8</sup> Sui servizi di crowdfunding, cfr. più ampiamente in questo volume il contributo di FRATINI. Cfr. anche MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., 57-67.

<sup>9</sup> Cfr. in questo Volume, i contributi di CAPRIGLIONE. Mi sia consentito di rinviare anche a: MACCHIAVELLO, *Financial-return*, cit. e *The European crowdfunding*, cit.

<sup>10</sup> Cfr. Art. 2(1), lett. p) MiFID II, aggiunto alla Direttiva nel 2020 a seguito dell’adozione del Regolamento UE 1503/2020.

(considerando 35 e art. 12(15)).

La normativa europea si preoccupa anche ripetutamente di distinguere il servizio di *crowdfunding* o suoi servizi accessori da altri servizi di investimento. Ad esempio, l'uso di filtri per permettere ai *crowd-investors* di selezionare i progetti corrispondenti a certi parametri viene espressamente ritenuto legittimo e distinto sia dal servizio di consulenza in materia di investimenti sia dal servizio di gestione di portafogli individuali di investimento solo in presenza di parametri meramente oggettivi (sette economico di attività, maturità dell'investimento, tipo di strumento, rendimento, ecc.: considerando 21 e art. 3(4)) e di scelta specifica dell'investitore (senza quindi discrezionalità in capo alla piattaforma: considerando 19 e art. 3(4); salvo in caso di gestione individuale di portafogli). Simile discorso vale anche per quello che sembra poter essere classificato come servizio accessorio, il *pricing/scoring* - cioè la determinazione del prezzo delle offerte (applicabile, parrebbe, solo ai prestiti o titoli di debito) -, che non potrebbe consistere in una raccomandazione personalizzata di uno specifico investimento: d'altra parte, il regolamento UE prevede regole aggiuntive a protezione dei clienti del fornitore di *crowdfunding* che offra anche tale servizio (art. 4(4) Reg. 1503/2020).

Un ulteriore servizio accessorio che s'intende distinguere dal corrispondente "tradizionale" sottoposto ad altra normativa europea, è quello di bacheca elettronica, che permette, a chi abbia precedentemente acquistato tramite la piattaforma, di manifestare il proprio interesse ad alienare la partecipazione/credito e trovare chi avesse un interesse opposto e corrispondente, per poi concludere un'operazione di compravendita fuori dalla piattaforma. La bacheca elettronica, infatti, non può presentare caratteristiche assimilabili ad una sede di negoziazione regolamentata, per cui non può consistere in un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale in modo da dar luogo a contratti (artt. 25(1)-(2)). Ad ogni modo, a conferma di un ruolo ibrido e di *gatekeeper* (benché "light") del fornitore di servizi di *crowdfunding*, lo stesso deve informare i clienti della natura

della bacheca e, in caso di indicazione di prezzo, specificare la non vincolatività dello stesso indicando allo stesso tempo com'è stato ottenuto, oltre che comunicare la performance dei prestiti offerti nella bacheca e assicurarsi che venga fornito agli investitori non sofisticati il documento informativo chiave predisposto al momento della prima emissione (*KIIS*) e le informazioni sulle misure di tutela (art. 25)<sup>11</sup>.

La necessità di evitare la confusione e quindi arbitraggio regolamentare con altre attività riservate, così come l'idea della natura di investimento diretto (perlomeno con riferimento agli investimenti, considerato che sul lato prestiti è stata ammessa la gestione di portafogli), ha portato il legislatore europeo a limitare l'impiego di SPV (utilizzabile solo in presenza di un bene indivisibile o illiquido e per *investment-based crowdfunding*) e, in via interpretativa, o fondi di investimento (non essendo le quote di OICR o AIF tra i prodotti coperti dal Regolamento in quanto non incluse nelle nozioni di valore mobiliare ai sensi MiFID II o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*).<sup>12</sup>

Infine, il servizio di *crowdfunding* riguardante prestiti, a causa della mancata assunzione di rischio (erogazione di credito con propri fondi) e/o di confusione dei patrimoni da parte delle piattaforme (per il divieto di raccogliere fondi rimborsabili dal pubblico), viene distinto dall'attività bancaria e gli Stati Membri non possono applicare i requisiti per le banche ai FESC o richiedere ad investitori e titolari di progetto di avere un'autorizzazione bancaria o ottenere dispense/esenzioni dalla stessa (consideranda 9, 11 e art. 1(3)).

Al contrario di altri intermediari finanziari regolamentati per i quali lo

---

<sup>11</sup> Sulla disciplina delle bacheche elettroniche gestite dai fornitori di servizi di crowdfunding così come del sistema di cui all'art. 100-ter TUF: CIAN, *L'intestazione intermediata delle quote di s.r.l. PMI: rapporto societario, regime della circolazione*, in *Nuove leggi civ. comm.* 2018, 1266; DE LUCA, *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Nuove Leggi Civ. Comm.*, 2016, 1, 1; DE MARI, *Equity crowdfunding, PMI non quotate e mercati secondari: una lacuna da colmare?*, (2019), *dirittobancario.it*.

<sup>12</sup> Sul tema cfr. HOOGHIEMSTRA, *The provision of crowdfunding services under the ECSPR (Art 3) e Crowdfunding, alternative investment funds and the relationship between the ECSPR and the AIFMD*, entrambi in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., rispettivamente Capitolo 4 e 35; in questo volume: il contributo di LEMMA.

svolgimento di attività ulteriori ed in particolare non finanziarie è guardato con preoccupazione in ottica prudenziale o di conflitto di interesse, il FESC non è un intermediario con oggetto esclusivo per cui può svolgere qualunque altra attività non riservata ad altri (considerando 38; art. 12(13)). Esso potrà anche svolgere attività riservate ad altri (consulenza in materia di investimenti, servizi di pagamento, ecc.) a condizione di ottenerne la relativa autorizzazione in aggiunta: il fatto che la perdita di tale autorizzazione aggiuntiva (in particolare, ai sensi di PSD2 e MiFID II) comporti anche la perdita dell'autorizzazione come FECS (art. 17(1)), rende evidente la complessità della relazione (in termini di diversità e allo stesso tempo assimilazione) tra attività di *crowdfunding* e attività tradizionali.

Per quanto riguarda i prodotti, il campo di applicazione dell'ECSPR appare più ampio rispetto a MiFID II (che però riguarda anche gli strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari) e Prospetto, comprendendo non solo i valori mobiliari ma anche gli strumenti ammessi per fini di *crowdfunding*, cioè le quote (ma non anche titoli di debito) di società a responsabilità limitata chiuse (in Italia, s.r.l.) che, pur non considerate valori mobiliari in base al diritto nazionale, non presentino significativi ostacoli alla circolazione e vengano incluse in un elenco fornito ad ESMA dalla autorità nazionali<sup>13</sup>. Inoltre, sono coperti anche gli investimenti nella forma di *crowd-loan* alle imprese (in tal senso, nuova *asset class*).

Infine, è previsto un limite massimo alla dimensione delle offerte: le offerte relative ad uno stesso titolare di progetti condotti nell'ambito del regime in esame non possono superare i €5 milioni in corrispettivo totale in un arco di 12 mesi. È di tutta evidenza, perciò, la volontà di fissare una soglia inferiore a quella attuale di esenzione da prospetto di molti Stati Membri (che rimangono liberi di fissare tale

---

<sup>13</sup> Tale competenza nazionale nell'identificazione degli strumenti ammessi, perpetuerà, in parte, diversità nazionali nell'ambito di applicazione del Regolamento europeo: ad esempio, le quote di *private limited companies* sono incluse nell'elenco da Italia, Spagna e Romania ma non da Danimarca, Austria e Germania. Cfr. MACCHIAVELLO, *Regulation*, 60-61, 813-814; cfr. anche [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305\\_crowdfunding\\_tables.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma35-42-1305_crowdfunding_tables.pdf).

soglia tra €1 milione e €8 milioni, attestandosi però la maggior parte sul limite massimo), nell'intenzione di limitare ulteriormente l'ammontare delle offerte quando rientrano in tale nuovo regime "alternativo" e più leggero rispetto al settore tradizionale (con intermediari sottoposti a maggior regolazione come *gatekeepers*), anche supponendo esigenze inferiori di finanziamento di imprese PMI, *seed* e *start up*. Ad ogni modo, la soglia appare ancor più restrittiva se si considera che nel calcolo dei €5 milioni vanno inclusi non solo le offerte di valori mobiliari (come invece nell'ambito del Regolamento prospetto) ma anche gli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, i prestiti, e altre offerte dello stesso emittente esentate ai sensi del Regolamento prospetto come "*small offer exemptions*" (art. 1(2), lett. c)).

Da questa prima rassegna, il FESC appare un intermediario limitato, rispetto ad altri intermediari regolamentati, in quanto ad ambito di servizi riservati offribili, prodotti e dimensione delle offerte veicolate, ma più libero con riferimento a servizi accessori ed attività non finanziarie: ciò si spiega anche con la sottoposizione dello stesso, come si dirà a breve, ad un regime più "snello", nel tentativo di bilanciare accesso delle PMI a capitale e finanziamenti con tutela del sistema e degli investitori, e in considerazione del ruolo svolto, ingenerante un livello inferiore di fiducia da parte del pubblico.

3. Il regime introdotto dal Regolamento UE n. 1503/2020 è strutturato su più livelli: la struttura di base, applicabile a tutti i servizi di *crowdfunding*, ricorda, nei suoi aspetti essenziali, il regime MiFID benché semplificato, risultando dunque piuttosto snella. Troviamo infatti un'autorizzazione richiesta all'autorità nazionale e che permette di operare in libera prestazione di servizi (passaporto europeo)<sup>14</sup>, seguita da

---

<sup>14</sup> A differenza di altri regimi, il Regolamento europeo sul *crowdfunding*, riconoscendo la natura prevalentemente digitale del servizio, non si occupa del mutuo riconoscimento per attività svolta con apertura di succursali. Sul tema in questo volume si veda il l'introduzione di TROIANO. Cfr. anche VALIANTE, *Foreword*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit.; Tortorici, *The EU passporting system for crowdfunding service providers: towards a new type of passport for digital financial services? (Art 18)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., 252-265.



requisiti generali di condotta e di trasparenza (sia da parte del fornitore di servizi che del titolare di progetti anche se trasmesse dal primo), oltre che, benché in misura e con dettaglio minore, requisiti organizzativi (inclusi i conflitti di interesse) e prudenziali. Regole aggiuntive e via via più severe e penetranti sono tuttavia previste per particolari modelli/servizi, quali per facilitazione di prestiti, *pricing/scoring*, gestione di portafogli di prestiti e bacheche.

Tuttavia, l'analisi di ciascuno di questi segmenti del regime del Regolamento 1503/2020, anche se sintetica, permette di individuare peculiarità dello stesso rispetto al regime MiFID II e assonanze con altri regimi, anche recenti e appartenenti al mondo Fintech (quali MiCAR, ugualmente ispirato a MiFID II).

Ad esempio, l'autorizzazione, pur basandosi in linea di principio su uno schema (comunque più snello e dai tempi accorciati) e requisiti usuali<sup>15</sup> presenta profili interessanti di raffronto con altri operatori: ad esempio, si è già visto che tale autorizzazione è sempre obbligatoria per offrire i servizi di *crowdfunding* coperti dal regolamento UE, non intendendosi già ricompresa/assorbita da altre autorizzazioni "più complete" (come quella bancaria o delle imprese di investimento), come invece avviene, ad esempio, in altri casi (servizi di pagamento di IMEL; servizi di investimento di banche; emissione di *asset-referenced* o *e-money tokens* da parte di banche o prestazione di *crypto-asset services* da parte di imprese di investimento in base a MiCAR). Inoltre, non si prevedono esenzioni dalla necessità di autorizzazione per certi tipi di attività o entro certi volumi o per limitata operatività territoriale (come invece avviene, a seconda dei casi, per SIM, IP/IMEL, ecc.). Ancora, tra le condizioni per ottenere l'autorizzazione, spicca la preferenza per un'assicurazione professionale rispetto ad un capitale minimo come per il TPP AISP) e l'importanza assegnata ai piani di continuità che troviamo anche come requisito per gli emittenti di ART e CASP in MiCAR.

---

<sup>15</sup> In materia di autorizzazione dei FESC, si veda nel presente volume il contributo di MAZZA, NAVA, CALARCO.

In quanto a requisiti organizzativi, i requisiti generali (di gestione efficiente e prudente) sono assimilabili a quelli delle imprese di investimento ma non troviamo né requisiti di *product governance* né regole dettagliate di governo societario. La disciplina sui conflitti di interesse appare invece più restrittiva dal momento che, al di là del requisito generale di avere adeguate politiche e procedure di gestione dei conflitti (come da modello MiFID II), si vieta ai fornitori di *crowdfunding* di partecipare alle offerte o, con divieto esteso ad amministratori e principali azionisti, di presentare progetti propri attraverso la piattaforma. In caso di facilitazione di prestiti, i requisiti aumentano, richiedendosi sistemi e controlli adeguati a valutare i rischi connessi a prestiti, così ricordando cautele previste inizialmente solo per le banche *Fintech* (Guida BCE) o regimi a protezione dei clienti (CCD/MCD), solo più recentemente generalizzati (guida EBA su *loan origination and monitoring*). Il fornitore che offra il servizio di *pricing* (di prestiti o titoli di debito) è anche soggetto a disposizioni di dettaglio su quali elementi prendere in considerazione nella valutazione e con quali tempistiche, fino ad arrivare a regole ancora più dettagliate previste per la gestione di portafogli di prestiti (su gestione dei rischi, modelli impiegati, preferenze degli investitori, caratteristiche e funzionamento di un eventuale fondo a copertura dei rischi)<sup>16</sup>, quasi più numerose e severe di quelle esistenti, almeno al momento, per i gestori di fondi di investimento e comunque per i corrispondenti *crypto-asset service providers* (CASP; cfr. MiCAR).

Anche i requisiti prudenziali riflettono la minor rilevanza sistemica per la limitata dimensione del fenomeno *crowdfunding* e fiducia riposta nelle piattaforme, così come micro-prudenziale, non potendo neppure detenere (né tantomeno acquisire) con l'autorizzazione di base denaro o strumenti dei clienti. Il requisito

---

<sup>16</sup> In materia, cfr. in questo volume il contributo di MEZZACAPO e ID., *La disciplina UE del servizio di "gestione individuale di portafogli di prestiti" per il finanziamento di "progetti di crowdfunding"*, in *Diritto del Risparmio* 2022, 3; R. FERRETTI, *Individual portfolio management of loans (Art 6)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 113-129; MINTO e DIETZ LEGIND, *Zooming in on the "Individual Portfolio Management of Loans" in the Ambit of the Regulation on European Crowdfunding Service Provider*, in *Law Econ Yrly Rev* 2021, 10(1), 142.

minimo per rischio operativo, da soddisfare alternativamente o in via combinata con CET1 e/o polizza per assicurazione professionale, segue uno schema vicino all'IFR per le imprese di investimento di classe 3 ma semplificato (nel calcolo) e inferiore nell'ammontare ai minimi previsti per imprese di investimento ma anche per gli emittenti di ART e i CASP<sup>17</sup>.

I FESC non sono invece soggetti direttamente, al contrario di altri intermediari, agli obblighi derivanti dalla normativa anti-riciclaggio (salvo controlli di base sui titolari di progetti: cfr. §4)<sup>18</sup>, alla recente normativa in materia di finanza sostenibile (ad esempio, gestione dei rischi di sostenibilità e trasparenza in materia di integrazione dei rischi nelle decisioni di investimento e calcolo dell'impatto negativo sui fattori di sostenibilità, nemmeno se offrenti il servizio di gestioni di portafogli)<sup>19</sup> e a norme sulla gestione delle crisi (esistente per banche, SIM ma anche, nella forma di liquidazione ordinata, per CASP).

Muovendo agli obblighi di condotta, il parallelismo con gli intermediari MiFID II

---

<sup>17</sup> Il requisito patrimoniale per rischio operativo dei FESC è pari a €25.000 (o, se superiore, un quarto delle spese operative dell'anno precedente), inferiore al minimo possibile per le imprese di investimento di classe 3 (€75.000), emittenti di ART (€350.000: art. 35 MiCAR) e CASP (€50.000: annex IV MiCAR). Cfr. sul tema in questo volume ancora il contributo di MAZZA; LOUISSE, *Prudential requirements for crowdfunding service providers (Art 11)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 184-196.

<sup>18</sup> I FESC sono tenuti a servirsi di intermediari autorizzati a prestare servizio di pagamento (o ad ottenere anche questo tipo di autorizzazione per offrire direttamente servizi di pagamento) ai quali saranno dunque rimesse le verifiche e segnalazioni richieste dalla Direttiva AML-CT e relative norme nazionali di recepimento. La revisione del Regolamento 1503/2020 potrà però portare ad includere i FESC tra le *'obliged entities'*. Ad ogni modo, sembra che la Norvegia, che applicava ai fornitori di servizi di *crowdfunding* la normativa AML-CT, abbia deciso di mantenere comunque tale obbligo (nonostante la chiara indicazione nel regolamento UE): cfr. HÄRKÖNEN, NEUMANN e HØJVANG CHRISTENSEN, *The regulation of crowdfunding in the Nordic countries*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 765-783.

<sup>19</sup> Cfr. in materia di *crowdfunding* e normativa europea sulla finanza sostenibile: MACCHIAVELLO, *The Challenges*, cit.; MACCHIAVELLO e SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute To Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of 'Green Fintech' and 'Sustainable Digital Finance'*, in *ECFR 2022*, 19(1), 128-174; MACCHIAVELLO, *Sustainable Finance and Fintech. A Focus on Capital Raising*, in corso di pubblicazione in SIRI, GARGANTINI e ALEXANDER (a cura di), *The Cambridge Handbook of EU Sustainable Finance. Regulation, Supervision and Governance* (CUP, 2023). Ad ogni modo, l'art. 2(2) del Regolamento delegato n. 2022/2114 (RTS) tra gli obiettivi di investimento da chiedere al cliente «where relevant in relation to the type of crowdfunding service offered», include anche le preferenze di sostenibilità.

è palese per quel che riguarda i requisiti generali (di agire in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei clienti) ma, al di là di questo e nonostante l'identificazione dei servizi di *investment-based crowdfunding* ricorra proprio a due servizi MiFID, gli obblighi di condotta specifici per tali servizi di *crowdfunding* non trovano sempre riscontro nella relativa disciplina MiFID II, come invece avviene in MiCAR dove i CASP sono tenuti a obblighi, benché semplificati, corrispondenti ai paralleli servizi di investimento tradizionali.

Il carattere distintivo del regime per i fornitori di *crowdfunding* si rinviene ancor più nel sistema di protezione degli investitori, con l'obiettivo di bilanciare accesso di PMI alle risorse economiche e protezione degli investitori: infatti, i principali strumenti di protezione sono riservati ai soli investitori non sofisticati (nuova categoria, più ristretta rispetto agli investitori *retail* cui siamo abituati con MiFID II)<sup>20</sup>. Inoltre, gli strumenti di protezione sono in parte mutuati ma presentano per lo più caratteri peculiari. In primo luogo, infatti, non vengono esplicitamente predisposti test diversi a seconda del servizio come invece avviene sia in MiFID II che MiCAR (ove è previsto per servizi esecutivi il test appropriatezza, mentre per gestione individuale di portafogli e consulenza il test di adeguatezza). In secondo luogo, il test delle conoscenze richiesto dal regolamento europeo, benché presenti similarità con il test di appropriatezza in quanto, ad esempio, a conseguenze in caso di risultato negativo (si può procedere infatti comunque all'operazione), se ne distingue per la maggior astrattezza (dovendosi condurre prima del solo accesso alle offerte e con riferimento in generale ai servizi di *crowdfunding*, non di uno specifico investimento) e per alcune commistioni con il test di adeguatezza (dovendosi, in base alla lettera del regolamento, chiedersi informazioni anche su obiettivi di investimento e situazione finanziaria) specialmente in combinazione con il sistema di simulazione delle perdite,

---

<sup>20</sup> Sulle misure di protezione degli investitori, cfr. LEE, *Investor Protection on Crowdfunding Platforms* in ORTOLANI e LOUISSE (a cura di), *The EU Crowdfunding Regulation*, Oxford University Press 2022; De Smet e Colaert, *Between investor protection and access to crowdfunding: the entry knowledge test and the simulation of the ability to bear loss (Art 21 and Annex II)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit.; in questo volume il contributo di BERTI DE MARINIS.

altro strumento innovativo da mettere a disposizione degli investitori non sofisticati. La differenza dai test MiFID è resa evidente anche dall'obbligo di avvertire l'investitore che non verrà necessariamente condotta, appunto, una valutazione di appropriatezza (art. 23(6), lett. b)<sup>21</sup>.

Un'altra novità, sempre riservata agli investitori non sofisticati, è rappresentata da un ulteriore obbligo di avvertimento, questa volta in caso di superamento di una certa soglia di investimento fissa o in percentuale delle disponibilità del cliente<sup>22</sup>. Infine, il recesso di pentimento di 4 giorni è mutuato dalla disciplina sui servizi finanziari a distanza il quale però ha durata superiore (14 giorni, come per MiCAR)<sup>23</sup>.

Infine, gli obblighi di trasparenza sono da analizzare con attenzione perché centrali nella struttura del regime in esame e strettamente collegati al ruolo di *gatekeepers* (che verrà discusso più ampiamente nel prossimo paragrafo). Il fornitore di servizi di *crowdfunding* ha obblighi di trasparenza sia diretti (propri) che indiretti, in entrambi i casi da soddisfare con comunicazioni chiare, corrette e non ingannevoli (con espressione che ricalca nuovamente MiFID II). I primi, in particolare, da soddisfarsi attraverso pubblicazione sul proprio sito, in una parte ben visibile, riguardano l'intermediario di per sé, il *crowdfunding* in generale e le specifiche caratteristiche dei servizi forniti, inclusi avvertimenti sui principali rischi (ad esempio, perdita del capitale, liquidità, ecc.), assenza di tradizionali tutele e informazioni sui

---

<sup>21</sup> Nella versione italiana, a proposito del *disclaimer* da inserire, si parla di "idoneità" dell'esperienza e delle conoscenze dell'investitore, mentre nella versione inglese di "appropriatezza".

<sup>22</sup> Si tratta di €1.000 o, se inferiore, 5% del *net worth*. Questo presenta lievi somiglianze rispetto al regolamento ELTIF: infatti, il gestore ELTIF deve assicurare che gli investitori *retail* - che abbiano un portafoglio di investimenti non superiore a €500,000 e possano compiere un investimento unitario di almeno €10.000 - non investano più del 10% del loro portafoglio di investimenti nel fondo. Per similitudini e differenze nelle tutele degli investitori tra ECSPR e altri comparti della regolazione finanziaria, cfr. anche DE SMET e ©, , cit., pp. 280-299.

<sup>23</sup> L'interazione tra il regime speciale in esame e il regime generale a tutela dei consumatori non è specificato nel regolamento per cui ci potranno essere differenze tra Stati Membri in tal rispetto: ad esempio, in Danimarca prevale un'applicazione congiunta, mentre in Norvegia si ritiene applicabile solo il regime speciale (*crowdfunding*). Cfr. HÄRKÖNEN, NEUMANN e HØJVANG CHRISTENSEN, cit. Cfr. anche SERDARIS, *Withdrawal rights in crowdfunding transactions: the precontractual reflection period (Art 22)*, in Macchiavello, *Regulaiton*, cit., pp. 300-309.

costi e criteri di selezione delle offerte sul portale, sempre con differenze a seconda del servizio. Ad esempio, chi svolge attività di facilitazione di prestiti è tenuto pubblicare annualmente i tassi di *default* ma i requisiti aumentano in caso di *pricing/scoring* (rendendo noti anche i sistemi per il calcolo dei rischi) o gestione di portafogli di prestiti.

Tra gli obblighi di trasparenza indiretti, il FESC deve fornire al cliente un documento informativo sintetico di poche pagine (massimo 6) predisposto dal titolare di progetti (Scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento o, nella versione inglese, *Key Investment Information Sheet - KIIS*) secondo un modello ESMA, non soggetto a controlli da parte dell'autorità di vigilanza (eventualmente solo a comunicazione *ex ante*), e contenente informazioni specifiche sul titolare del progetto, sull'offerta e sui prodotti (in particolare, rischi, costi, principali condizioni ma anche, nuovamente, avvertimenti). Come si discuterà nel prossimo paragrafo, il FESC non si limiterà a trasferire meramente il documento agli investitori, dovendo effettuare alcuni controlli sullo stesso; ad ogni modo, qualora il servizio offerto sia gestione di portafogli di prestiti, il *KIIS* verrà invece direttamente predisposto dal FESC (come obbligo diretto, dunque) e conterrà informazioni più mirate sul tipo di servizio invece che sui singoli progetti/offerte (metodi di valutazione del rischio, composizione del portafoglio, ecc.).

4.1. Come si è anticipato, il FESC deve agire “in modo onesto, equo e professionale, nel miglior interesse dei clienti” (art. 3(2)): tale generale obbligo di condotta può essere interpretato come implicante, implicitamente, un obbligo di selezionare i titolari dei progetti secondo diligenza professionale e nell'interesse dei clienti, come sembra suggerire il considerando 18.<sup>24</sup> Ad ogni modo, l'art. 5,

---

<sup>24</sup> Considerando 18: “Per mantenere un livello elevato di tutela degli investitori, ridurre i rischi connessi al *crowdfunding* e assicurare un trattamento equo di tutti i clienti, i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovrebbero mettere in atto una politica concepita per assicurare che i progetti sulle loro piattaforme siano selezionati in modo professionale, imparziale e trasparente” [...].

espressamente intitolato “obblighi di adeguata verifica” (nella versione inglese “*due diligence*”) limita gli obblighi del FESC ad “un livello minimo di adeguata verifica nei confronti dei titolari di progetti”, consistente in verifiche dei precedenti penali per violazioni di norme nel settore economico-finanziario e professionale o sede in giurisdizioni non cooperative nell’ambito dell’anti-riciclaggio<sup>25</sup>. Ad un primo sguardo, quindi, gli obblighi esplicitamente riconosciuti come *gatekeeper* parrebbero limitati.

Tuttavia, l’esame della restante disciplina, in particolare, degli obblighi del FESC connessi al *KIIS*, potrebbe condurre a diversa conclusione. Infatti, benché lo stesso debba fornire agli investitori il *KIIS* predisposto dal titolare del progetto senza partecipare alla redazione del documento (art. 23(2)), il FESC potrebbe curare le traduzioni del *KIIS* qualora lo stesso debba essere distribuito in paesi con lingue accettate diverse da quella in cui il *KIIS* è stato scritto (artt. 23(3)-(4) e (13)).

Inoltre, benché il *KIIS* contenga obbligatoriamente l’espressa precisazione che “il titolare del progetto è responsabile dell’elaborazione della [...] scheda contenente le informazioni chiave sull’investimento” (art. 23(6) e allegato I) e gli Stati Membri debbano assicurare un efficace regime di responsabilità civile nei confronti dello stesso e dei suoi principali organi (art. 23(9)), i FESC “pongono in essere e applicano procedure adeguate per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano” nel *KIIS* (art. 23(11)). Il FESC, inoltre, se individua “omissioni, errori o imprecisioni” nel *KIIS* che possano avere “ripercussioni significative sul rendimento atteso dell’investimento”, deve segnalare “tempestivamente tali omissioni, errori o imprecisioni al titolare del progetto” perché questi completi o corregga il *KIIS* tempestivamente, dovendo altrimenti sospendere temporaneamente l’offerta, fino ad arrivare alla cancellazione della stessa in caso di protrarsi di inerzia da parte del titolare del progetto. Ancora, il FESC deve informare nel frattempo gli investitori delle omissioni, errori o imprecisioni, delle misure

---

<sup>25</sup> Sul tema, cfr. LOUISSE, *Due diligence of project owners (art. 5)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, pp. 105-112.

intraprese e del diritto di revocare l'adesione (art. 23(12)). Inoltre, il FESC deve chiedere al titolare di progetti di comunicargli "ogni variazione delle informazioni" contenute nel *KIIS* durante l'offerta e di conseguenza informare gli investitori che avessero espresso un interesse per l'offerta o già aderito all'offerta sulle variazioni significative (art. 23(8)).

Tali disposizioni sembrano appunto investire il FESC, specialmente in assenza del vaglio dell'autorità (che non deve approvare il *KIIS*) di un ruolo di *gatekeeper*. La norma con portata potenzialmente più "espansiva" del ruolo di *gatekeeper* del FESC è contenuta nel paragrafo 11, riguardante le procedure per la verifica della "completezza, la correttezza e la chiarezza" del *KIIS*: mentre la completezza e chiarezza sarebbero facilmente verificabili, la "correttezza" rimane un concetto più sfuggente non essendo peraltro definito nel regolamento né espressione usuale o comunque già conosciuta nel lessico della regolazione finanziaria europea (MiFID II, regolamento prospetto, ecc.). La proposta iniziale della Commissione europea non conteneva tale obbligo né quindi termine ma durante le negoziazioni lo stesso sembrava riferirsi, riduttivamente, alla correttezza sul piano formale e quindi alla compilazione delle singole sezioni e spazi del *KIIS* in modo corretto (con contenuto corrispondente alle informazioni richieste da quella particolare sezione del documento). Tuttavia, il superamento di tale impostazione "minimalista" appare evidente dalla lettura delle *Questions & Answers* predisposte da Commissione e ESMA nelle quali si precisa (n. 5.2) che il titolare del progetto è l'unico responsabile per ogni "informazione ingannevole o inaccurata o per omissioni" (facendo quindi equivalere la correttezza alla veridicità o accuratezza), "salvo che tali omissioni siano risultato diretto di procedure inadeguate del fornitore di servizi di crowdfunding nella raccolta di queste informazioni [...], potendo risultare in tal caso "parzialmente o totalmente responsabile".

Il Regolamento 1503/2020, infatti, secondo uno schema simile a quello presente nel Regolamento Prospetto e consapevole della competenza esclusiva



nazionale in materia di responsabilità civile, impone ai singoli Stati di ritenere responsabile “almeno” il titolare del progetto e i suoi organi ma i regimi nazionali potranno decidere se disciplinare espressamente (nelle disposizioni di recepimento del regolamento) o implicitamente (secondo i principi generali in materia di responsabilità civile da informazioni) anche la responsabilità del fornitore di servizi di *crowdfunding*, per violazione dell’obbligo di predisporre misure per la verifica del KIIS. La stessa assicurazione professionale che i FESC devono dimostrare di avere a fini autorizzativi copre dichiarazioni false e fuorvianti (obblighi di trasparenza diretti) e atti e omissioni che determinano la violazione di obblighi giuridici e regolamentari e dovere di cura e competenza nei confronti del cliente (art. 11(7)), locuzione generale che potrebbe ricomprendere anche la violazione degli obblighi qui in esame.

Ad ogni modo, l’obbligo del FESC sembrerebbe essere costituito principalmente da un obbligo organizzativo (di predisporre strutture adeguate ad identificare difetti rilevanti). Tuttavia, le Q&A sembrano espandere tale obbligo e in due distinte direzioni, specificando che l’obbligo di verifica del KIIS riguarda non solo la verifica del KIIS prima della sua pubblicazione ma anche “dopo *in via continuativa* per la durata dell’offerta, ove vengano alla luce nuove informazioni che diano ragioni per credere che il KIIS sia incompleto, non corretto o non chiaro” (n. 5.9; corsivo aggiunto): tale risposta potrebbe quindi, in primo luogo, anche dare le basi per trasformare l’obbligo di avere procedure adeguate ad un obbligo di informarsi e verificare attivamente, andando anche alla ricerca di tali difetti. In secondo luogo, non si tratterebbe solo di un filtro precedente alla pubblicazione del KIIS ma un obbligo di continua verifica (decisamente più oneroso). Ad ogni modo, una lettura più cauta dovrebbe portare ad escludere la prima conclusione, limitando la responsabilità del FESC a casi di emersione successiva e “non necessariamente cercata” di informazioni (per macro-errori o *red flags*).

In ogni caso, in assenza di ulteriori specificazioni a livello europeo, sarà la disciplina degli Stati Membri in materia di responsabilità del FESC ad essere decisiva

nello stabilire più precisamente i confini di tale obbligo, attraverso un'esplicita norma interna oppure decisioni giurisprudenziali in applicazione di principi generali.

4.2. Lo spettro di responsabilità a disposizione dei singoli Stati Membri è vario, anche in considerazione dell'estrema varietà di approcci e soluzioni tra i sistemi nazionali di responsabilità civile ed in particolare per informazioni inesatte e/o mancanza di vigilanza<sup>26</sup>: si potrà ritenere esclusivamente responsabile il titolare di progetto, tenendo esente la piattaforma (cfr. ad esempio Singapore) oppure limitare una responsabilità del FESC solo per alcuni aspetti essenziali, quali per incompletezza del *KIIS* (come sembra aver scelto di fare la Spagna)<sup>27</sup>. Ad un grado di severità maggiore, si potrebbe invece riconoscere la responsabilità della piattaforma in presenza di evidenti ragioni per dubitare della veridicità del *KIIS* (*red flags*) e quindi per *gross negligence*: questo sembra l'approccio dell'ordinamento statunitense nei confronti delle piattaforme di *crowdfunding*<sup>28</sup>, anche alla luce di recenti decisioni<sup>29</sup>.

---

<sup>26</sup> A proposito del difficile nesso tra diritto europeo (pubblico) e diritto civile nazionale, in particolare nel settore finanziario: BUSCH, *The influence of the EU prospectus rules on private law*, in *Capital Markets Law Journal*, 2021, 16, 1, 3; CHEREDNYCHENCO e ANDENAS, *Financial regulation and civil liability in European Law* (Edward Elgar 2020); BUSCH, FERRARINI e FRANX, *Prospectus Regulation and Prospectus Liability* (OUP, 2020); DELLA NEGRA, *MiFID II and Private Law: Enforcing EU Conduct of Business Rules* (Hart 2019).

<sup>27</sup> Cfr. CUENA CASAS e ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, *A comparative analysis of Spanish crowdfunding regulation and the ECSPR*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 751-764. Nel Regno Unito, la normativa richiede espressamente alle piattaforme di IBC di rendere semplicemente nota al pubblico il livello di due diligence condotto dalle stesse ma l'autorità di vigilanza (FCA) ha statuito che si deve presumere una violazione del dovere generale di professionalità, diligenza e interesse del cliente quando la piattaforma non ha condotto sufficienti verifiche a supporto delle informazioni fornite ai clienti: cfr. CHAPMAN, 81. Per un'analisi comparativa dei regimi giuridici in materia di crowdfunding in Europa, Regno Unito, Stati Uniti, Australia e Singapore, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO, *Investment-based crowdfunding platforms and their regulation*, in corso di pubblicazione in MARTINO, NABILOU, PACCESS (a cura di), *Comparative Financial Regulation* (Edward Elgar 2023), capitolo 9 (in particolare, paragrafo 4.3 su obblighi di *due diligence* e ruolo di *gatekeeper*), disponibile in versione *pre-referee* su SSRN.

<sup>28</sup> Il regime statunitense richiede alle piattaforme di adottare sistemi e procedure per ridurre il rischio di frodi e quindi di verificare il *background*, precedenti penali e eventuali sanzioni dell'autorità dell'emittente e suoi principali azionisti e esponenti. Ad ogni modo, la piattaforma è responsabile per la violazione del dovere di formare una ragionevole base per ritenere che l'emittente operi nel rispetto della normativa, potendo fare affidamento sulle dichiarazioni dello stesso salvo che non ci siano ragioni per dubitarne l'affidabilità (cfr. 15 USC 77d-1(a); 17 CFR §227.301-301(a)). Cfr.

Ad un gradino ancora superiore, si porrebbe un regime basato sulla semplice colpa e che quindi imponesse sul FESC l'obbligo di vigilare attivamente sul titolare del progetto: tale approccio sembrava quello seguito inizialmente dall'ordinamento tedesco nella prospettiva di recepimento del Regolamento 1503/2020 ma è stato abbandonato a causa del malcontento e critiche sollevate<sup>30</sup>. Infine, si può anche pensare ad un regime diversificato a seconda del tipo di verifica: ad esempio, in Australia, vige, con riferimento alle piattaforme di *crowdfunding* un regime di *strict liability* con riferimento alle verifiche sulla chiarezza del documento informativo, mentre la responsabilità della stessa in caso di omissioni o ingannevolezza delle informazioni sussisterebbe solo in caso di mancata predisposizioni di sistemi di controllo o, di nuovo, di *red flags*.<sup>31</sup>

È peraltro da segnalare che, benché l'art. 23(9) mutui dal Regolamento prospetto la richiesta agli Stati Membri di adottare regimi di responsabilità adeguati, ulteriori parallelismi e assimilazioni risultano impediti dalla diversità di contesto: il prospetto informativo è infatti un documento, controllato preventivamente dall'autorità, estremamente lungo, completo e complesso probabilmente letto solo da altri intermediari e analisti, tanto da richiedere una nota informativa sintetica a supporto per gli investitori *retail* ma quest'ultima non può determinare alcuna responsabilità in capo all'emittente proprio perché per definizione incompleta e semplificata. Il *KIIS*, invece, è di per sé un documento sintetico, semplificato e quindi

---

CHAPMAN, 81; HÄRKÖNEN, *ECSPR versus the United States crowdfunding regime*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 796-807, in particolare 800, 806.

<sup>29</sup> Cfr. *SEC v Shumake, Civil Action No 2:21-cv-12193* (ED Mich Filed September 20, 2021), final judgement 23 dec. 2021, <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2022/judgment25298-trucrowd.pdf>; SEC, 'SEC Obtains Final Judgments Against Crowdfunding Issuer CEO and Registered Funding Portal and Its CEO', *Litigation Release No 25298* (January 3, 2022), <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2022/lr25298.htm>.

<sup>30</sup> WENZLAFF e ODOROVIĆ, cit.; WENZLAFF, ODOROVIĆ, RIETHMULLER e WAMBOLD, *On the merits of the Key Investment Information Sheet in the ECSPR (Arts 23–24 and Annex I)*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 310-349.

<sup>31</sup> ASIC, *Regulatory Guide 262 - Crowd-sourced funding: Guide for intermediaries* (2018), RG 262.130ff; RG262.145; RG262.172; RG262.192, <https://download.asic.gov.au/media/cfxatjf5/rg262-published-18-october-2018-20220328.pdf>.

incompleto, elaborato da una PMI, non controllato da alcuna autorità e rivolto primariamente ad investitori *retail*.

L'Italia sembrerebbe aver prediletto la soluzione in continuità con il precedente regime, ritenendo responsabile per il *KIIS* il solo titolare di progetto, e anche per le eventuali traduzioni. Tuttavia, in vigenza del regime precedente, si è discusso in dottrina in merito alla possibilità di ritenere comunque responsabile il gestore di piattaforma in applicazione di principi generali o per interpretazione estensiva di regimi assimilabili.

I termini del problema appaiono simili poiché anche nel previgente regime italiano la responsabilità per il *KIIS* era affermata espressamente solo con riferimento al titolare del progetto<sup>32</sup>, non erano stati espressamente posti in capo al gestore obblighi di diligente selezione degli offerenti<sup>33</sup> ma veniva richiesto di agire con diligenza e professionalità (art. 13, comma 1 regol. Consob *crowdfunding*) e di apprestare misure per ridurre il rischio di frode (art. 14, comma 1, lett. b). Tuttavia, nel previgente regime italiano tale ultimo obbligo non era espressamente riferito alle informazioni trasmesse dall'emittente (come invece avviene nel regime europeo) e come documento informativo erano ammessi anche mezzi quali video, slides, ecc. (cfr. art. 16 previgente Regol. Consob *crowdfunding*), in maniera ancora più lontana dal prospetto informativo. Anche questi dati normativi avevano spinto una parte significativa della dottrina ad escludere la configurabilità in capo ai gestori una responsabilità da prospetto per le informazioni contenute nei documenti informativi e trasmesse dall'emittente paragonabile a quella del responsabile del collocamento ex art. 94, comma 7, t.u.f.<sup>34</sup> che prevede una responsabilità da prospetto del

---

<sup>32</sup> Cfr. avvertenza nell'allegato 3 al previgente Regolamento Consob *crowdfunding*.

<sup>33</sup> Essendo il gestore soltanto tenuto a descriverne le modalità di selezione ex art. 14 regol. *crowdfunding* e ad un generale dovere di diligenza.

<sup>34</sup> Cfr. MACCHIAVELLO, *La travagliata*, 299, 341. In tal senso sembrerebbero interpretare il dettato normativo anche: CARATOZZOLO, *La disciplina italiana dell'equity crowdfunding*, 280; Id., *L'utilizzo delle nuove tecnologie per il finanziamento delle imprese*, 158-160; IOVIENO, *Il portale nell'equity crowdfunding*, 4, 16 (il quale invece riconosce una responsabilità da prospetto dell'emittente per applicazione in via analogica dell'art. 94 t.u.f.: 10, nota 21). Mostrano una lettura

responsabile del collocamento per omissioni o false informazioni salvo “che non provi di aver adottato ogni diligenza allo scopo di verificare che le informazioni contenute nel prospetto fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso”<sup>35</sup>.

In particolare, tale ultimo articolo, infatti, non si applicherebbe direttamente al *crowdfunding* a causa dell'esplicita esenzione dall'obbligo di prospetto ma la sua estensione per via interpretativa (o recupero dei principi giurisprudenziali precedenti alla sua introduzione) è stata dibattuta in dottrina, prevalendo ad ogni modo la posizione contraria all'estensione. Infatti, a supporto di quest'ultima si può evidenziare che il previgente regime italiano affermava espressamente la responsabilità esclusiva dell'offerente per le informazioni trasmesse, richiedeva l'avvertenza al cliente che nessun controllo sarebbe stato effettuato dall'autorità sui documenti informativi e non imponeva comunque un documento paragonabile al Prospetto<sup>36</sup>. Inoltre, la normativa impediva al gestore del portale di svolgere il servizio di collocamento (ma solo ricezione e trasmissione di ordini) o un ruolo ad esso

---

più aperta ad ipotesi di responsabilità del gestore ACCETTELLA, CIOCCA, *Emittente e portale*, 267 (secondo i quali il gestore ha solo obblighi di verificare la completezza delle informazioni trasmesse rispetto all'elenco contenuto nelle norme). Infine, a favore al contrario di un'applicazione analogica dell'art. 94 t.u.f. o comunque di una responsabilità del gestore di piattaforma equiparabile a quella da prospetto, PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, 79-80; LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding*. OTTOLIA (*L'equity crowdfunding tra incentivi al reperimento di capitale di rischio per start up innovative e responsabilità*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2014, 43, in particolare 52-55, 59-62) sembra escludere che dal dettato normativo possa desumersi una responsabilità da prospetto del gestore di piattaforme (60-61) ma distingue i profili di responsabilità dei gestori a seconda dell'effettivo ruolo e servizio prestato dal gestore del portale e dal tipo/fonte delle informazioni (in particolare, potendo sussistere una responsabilità del gestore per le informazioni fornite dall'emittente qualora pubblicizzi di effettuare una selezione discrezionale dei richiedenti ed un'attenta verifica delle informazioni).

<sup>35</sup> Sulla responsabilità da prospetto in generale, cfr. anche BRUNO, *La (nuova?) responsabilità da prospetto*, in *Banca borsa e tit. cred.* 2008, 12, 785; MACCHIAVELLO, *La responsabilità da prospetto degli intermediari finanziari tra passato, presente e futuro*, in *Contr. e impr.*, 2009, 4/5, 911- 941; SANGIOVANNI, *La nuova responsabilità da prospetto nell'art. 94 TUF*, in *Giur. merito* 2010, 880.

<sup>36</sup> Esisterebbe invece se mai un documento più simile alla nota di sintesi per la quale è esclusa la responsabilità da prospetto (art. 94, comma 8, TUF; art. 11(2) Regol. Prospetto) anche se tale esclusione è giustificata anche dalla volontà di dare prevalenza alle informazioni contenute nel prospetto ed infatti non opera in casi particolari (ad esempio, qualora la nota, letta congiuntamente al prospetto, non fornisca le informazioni chiave).

paragonabile, dovendo astenersi da attività promozionale o suggerimenti o accordi con l'offerente che garantiscano un certo successo dell'iniziativa e non presentandosi agli utenti con un ruolo di garanzia né essendo tenuto per la normativa al controllo delle informazioni trasmesse, svolgendo formalmente solo un servizio esecutivo. Ancora, in base all'art. 94, comma 4, TUF, i soggetti – diversi dal responsabile del collocamento – sempre che abbiano contribuito a redigere il prospetto, rispondono solo con riferimento alle parti di propria competenza: il gestore, perciò, al di là di alcuni obblighi informativi propri, riguardanti i rischi generali da investimento in *equity crowdfunding* e sé stessi (per i quali si potrebbe configurare un affidamento dei clienti ed una responsabilità del gestore secondo i principi generali del diritto civile), poteva quindi limitarsi a verificare il realizzarsi delle condizioni richieste dalla legge per le operazioni di *equity crowdfunding* ed a trasmettere le informazioni fornite dall'offerente, semplicemente verificando che, da un primo esame, queste apparissero e risultassero al futuro investitore, complete, chiare, non fuorvianti e corrette. Potevano essere fatti salvi, tuttavia, eventuali servizi aggiuntivi che comportassero un lavoro di ricerca e selezione approfonditi (entrambi non obbligatori per legge ma semplicemente oggetto di *disclosure* se presenti) e pubblicizzati, che oltre che esporre il gestore al rischio di qualificazioni della propria attività in termini di servizi di investimento non esecutivi e conseguenti sanzioni per violazione della relativa riserva di attività, avrebbero potuto creare le basi per pronunce di responsabilità da affidamento nelle informazioni trasmesse ai clienti<sup>37</sup>.

È possibile trasporre questo ragionamento nel nuovo contesto normativo? In ambito di regolamento europeo, il discorso è simile ma più complesso perché, benché molti aspetti sono effettivamente simili, il FESC espressamente fornisce anche

---

<sup>37</sup> Cfr. MACCHIAVELLO, *La modifica*, 328-329. Cfr. anche CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell' equity crowdfunding*, in *Nuova Giur. Civ.*, 2020, 4, 935; MINNECI, *Equity crowdfunding*, 516 nota 21 (secondo cui il requisito di indicazione dei criteri di selezione delle offerte potrebbe aprire ad una responsabilità del gestore da affidamento qualora si constatassero divergenze rispetto alla realtà effettiva rilevabili da un esame della documentazione dell'offerente).

il servizio di collocamento e ha obblighi di verifica anche se dai contorni incerti: si ritiene tuttavia che l'approccio nazionale derivante dall'applicazione dei principi generali non possa tradursi in un obbligo generale di verifica da parte del FESC di tutte le informazioni trasmesse dal titolare dei progetti ponendosi altrimenti costi non proporzionati al tipo di attività condotta e spostandosi il rischio dell'investimento dall'investitore alla piattaforma<sup>38</sup> oltre che contraddire la scelta di responsabilità esclusiva del *KIIS* del titolare del progetto. In generale, come si è visto nei paragrafi precedenti, il FESC non viene equiparato come obblighi e ruolo all'intermediario tradizionale (banca o impresa d'investimento che offrono servizi di investimento) – perlomeno nel modello base - per cui non risulterebbero trasponibili neppure i principi e giurisprudenza nati per questo e caratterizzati dall'affermarsi di un dovere di informarsi (inclusa la ricerca attiva di informazioni e verifiche) ed informare adeguatamente il cliente così come dell'ambito di applicazione del test adeguatezza<sup>39</sup>, in ragione del ruolo di protezione a questi riconosciuto e al fine di preservare la fiducia e stabilità del sistema.

Sembrerebbe quindi più ragionevole addivenire ad un regime di responsabilità per *gross negligence*, da riconoscere qualora i sistemi della piattaforma non siano stati in grado di identificare frodi e omissioni evidenti e/o pur in presenza di *red flags*. Ad ogni modo, in considerazione delle somme contenute (per diversificazione degli investimenti), eventuali costi (anche se l'obbligo di procedure di reclamo e ADR dovrebbero migliorare tale situazione) e quindi degli scarsi incentivi privati, è possibile che sanzioni dell'autorità siano più efficaci a scoraggiare comportamenti poco diligenti dei FESC.

In ogni caso, è evidente che la scelta del regime di responsabilità, effettuato a

---

<sup>38</sup> Cfr. MOZZARELLI, *L'equity crowdfunding in Italia. Dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, 650.

<sup>39</sup> ENRIQUES e GARGANTINI, *The Expanding Boundaries of MiFID's Duty to Act in the Client's Best Interest: The Italian Case*, in *The Italian Law Journal* 2017, 3, 2, 485; PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 2015, 1, 31.

livello nazionale, influirà non poco sulla scelta della sede del FESC, dando luogo ad arbitraggio regolamentare.

5. Com'è stato anticipato<sup>40</sup>, il regolamento 1503/2020 è stato adottato per facilitare, attraverso l'introduzione del corrispondente passaporto e di una disciplina altamente armonizzata, la formazione di un mercato unico del *crowdfunding* superando la precedente estrema frammentazione normativa tra paesi europei<sup>41</sup>. Questo sembrerebbe dunque portare alla formazione di un'unica figura a livello europeo di FESC.

Tuttavia, a completamento del quadro che si è tentato di descrivere sopra, è necessario considerare qualche residuo di frammentarietà normativa in grado di influire anche sulla figura e ruolo del FESC.<sup>42</sup>

In primo luogo, benché il regolamento UE sul *crowdfunding* sia un regime obbligatorio e di armonizzazione massima (inclusi i poteri e sanzioni delle autorità), non è da escludersi a priori la permanenza di regimi nazionali per quanto non coperto dal regolamento europeo, per cui il FESC potrebbe doversi confrontare con intermediari simili soggetti a regolazione diversa. Ad esempio, in Germania e Portogallo era diffuso il *lending crowdfunding* nella forma di prestiti subordinati e strumenti ibridi (prestiti partecipativi), che rimangono tuttavia fuori dall'ambito del regime europeo non costituendo una messa a disposizione di somme dietro obbligo incondizionato di ripagare la stessa con interessi (cfr. definizione art. 2(1), lett. b) e si

---

<sup>40</sup> Considerando 6. Cfr. in questo volume i contributi di CAPRIGLIONE e TROIANO. Sul tema cfr. anche MACCHIAVELLO, *The European*, cit.; VALIANTE, *Foreword*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit.

<sup>41</sup> Per un'analisi di diritto comparato in materia: MACCHIAVELLO, *Financial-return crowdfunding and regulatory approaches in the shadow banking, FinTech and collaborative finance era*, in *ECFR* 2017, 14, 4, 662-722; KLAES (a cura di), *Identifying market and regulatory obstacles to cross-border development of crowdfunding in the EU* (EU 2017); LAUDONIO, *Equity-based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latinoamericane*, in *Riv. soc.*, 2019, 1237; ZETZSCHE e PREINER, *Cross-Border Crowdfunding – Towards a Single Crowdfunding Market for Europe*, in *EBOR* 2018, 19, 217–251.

<sup>42</sup> Cfr. anche MACCHIAVELLO, *The Challenges Awaiting the European Crowdfunding Services Providers Regulation: Ready for Launch?*, in *NJCL*, 2022, 2, 91-115, <https://journals.aau.dk/index.php/NJCL/article/view/7544>; ID., *Regulation*, 808-821.



è perciò parlato di sottoporli a regime nazionale<sup>43</sup>. Lo stesso vale per i prestiti gratuiti (senza interessi) che rimarranno soggetti, ad esempio, in Francia a regime nazionale<sup>44</sup>. Ancora, in Finlandia, dovrebbe essere mantenuto un regime nazionale per le offerte di *crowdloans* comprese tra €5 milioni e €8 milioni (escluse dal Regolamento 1503/2020 e non coperte neppure da Regolamento Prospetto o MiFID II)<sup>45</sup>. Similmente, piattaforme di consulenza in materia di *investment* o *lending crowdfunding* potrebbero essere sottoposte a regimi nazionali (le prime in forza dell'esenzione generale di cui all'art. 3 MiFID II). Le piattaforme di *consumer crowdfunding*, ancora, sono state espressamente escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento qui in esame e quindi la loro regolazione affidata alle interpretazioni nazionali sull'applicabilità della disciplina europea sul credito ai consumatori (Direttiva CCD 2008/48) ed eventuali regimi autorizzativi nazionali: l'annunciato revisione della Direttiva in questione (CCD) potrebbe coprire anche i *consumer crowdloans* (con scelte altalenanti in sede di trattative)<sup>46</sup> ma solo a livello di disciplina delle

---

<sup>43</sup> Cfr. WENZLAFF e ODOROVIC', *The crowdfunding regulation in Germany – on the path to self-isolation?*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 673-693; PEREIRA DUARTE e da COSTA LOPES, *The Portuguese crowdfunding regime and the impact of the ECSPR*, ibidem, 729-750.

<sup>44</sup> Cfr. MOULIN, *Crowdfunding in France after the adoption of the ECSPR*, in Macchiavello, *Regulation*, cit., pp. 664-672. Sono implicitamente esclusi dall'ambito del Regolamento UE anche alter forme di *crowdfunding* senza rendimento finanziario, quali il *reward* e *donation-based crowdfunding*: cfr. MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., p. 57; su questi cfr. Però MACCHIAVELLO e VALENTI, *Beyond the ECSPR and financial return: the Regulation of donation and reward-based crowdfunding in the EU*, ibidem, pp. 619; LAUDONIO, 'Le altre facce del "crowdfunding"', in *Dir. banca e interm. fin.* 2017, 2, 261; RENDA, *Donation-based crowdfunding, raccolte di fondi oblativo e donazioni 'di scopo'* (Giuffrè 2020).

<sup>45</sup> Cfr. HÄRKÖNEN, NEUMANN e HØJVANG CHRISTENSEN, cit., 765-783.

<sup>46</sup> La Proposta originaria della Commissione aveva incluso i contratti di *peer-to-peer lending* nel nuovo ambito di applicazione della Direttiva CCD ma le negoziazioni trilaterali sembravano aver invece portato ad una sua esclusione (<https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/06/09/consumer-protection-council-adopts-its-position-on-new-rules-for-consumer-credits/>); tuttavia, la versione di compromesso approvata da Parlamento e Consiglio il 2 dicembre 2022 re-introduce nuovamente il *consumer crowdfunding*: <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2022/12/02/council-and-european-parliament-agree-to-improve-protection-for-consumers-applying-for-credit/>. In materia, cfr. MEZZACAPO, *Il nuovo regime*, cit., pp. 697-701; SCIARRONE ALIBRANDI e GROSSULE, *Crowdfunding and consumer credit protection in the EU*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 591-606; CHEREDNYCHENKO, *The proposal for a new EU Consumer Credit Directive: towards responsible lending in the digital age?*, in *Law and Financial Markets Review* 2022, <https://doi.org/10.1080/17521440.2022.2153611>.

regole di condotta e contratti, senza introdurre regimi autorizzativi armonizzati dotati di passaporto europeo, per cui rimarrebbero validi i regimi nazionali e quindi intermediari di *crowdfunding* diversi accanto al FESC.

Gli operatori di *invoice trading*, cioè che intermediano l'anticipazione di crediti collegati a fatture commerciali, risultano, anche per la diversità di modello rispetto al *lending crowdfunding*, non coperti al momento dalla nuova disciplina europea (lasciandosi l'eventuale successiva inclusione ad una decisione futura in sede di revisione del Regolamento), pur essendo il mercato simile, a livello economico e lato impresa, al *crowdfunding* alle imprese, restando perciò regolati diversamente (rispetto ai FESC e tra loro nei vari Stati)<sup>47</sup>.

Incerto è anche il trattamento di offerte di *crowdfunding* quando coinvolgano l'emissione, conservazione e circolazione su *distributed ledger technology (DLT)*: il considerando 15 del Regolamento afferma l'esclusione dal regime delle *Initial Coin Offerings* (versione inglese) senza ulteriore spiegazione o definizioni. Tuttavia, la nuova definizione di strumenti finanziari (e quindi di valori mobiliari) inserita recentemente nella Direttiva MiFID II a seguito dell'adozione del *DLT-pilot regime* permette di ritenere inclusi nella nozione di valori mobiliari e quindi di prodotti coperti dal Regolamento 1503/2020 anche quelli emessi tramite *DLT* (escludendosi invece i *crypto-asset* di altra natura): in conseguenza, il tal caso il FESC potrebbe essere soggetto, qualora offrisse *DLT-securities* sia al Regolamento *crowdfunding* che a MiFID II o *DLT-pilot*<sup>48</sup>. Peraltro, il Regolamento non precisa neppure, perlomeno sul piano di regole di condotta, come combinare le norme del regime *crowdfunding* con lo statuto speciale eventualmente detenuto qualora il soggetto possenga anche altre

---

<sup>47</sup> Cfr. MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., 495 ss.; ITALIAFINTECH e CHIOMENTI, cit., p. 6. Sull'*invoice trading*, mi permetto di rinviare a MACCHIAVELLO, *La regolazione del FinTech tra innovazione, esigenze di tutela e level-playing field: l'inesplorato caso dell'invoice trading*, in *Banca, impresa e società* 2019, 3, 497-534. Su *invoice trading* e regolamento 1503/2020: MACCHIAVELLO, *The Scope of the ECSPR: the Difficult Compromise Between Harmonization, Client Protection and Level-Playing Field (Articles 1 & 2 (& 46, 48-49, 51))*, in MACCHIAVELLO, *Regulation* pp. 44-67; PIATTELLI e CARUSO, *Invoice trading and regulation: the case of Italy*, *ibidem*, pp. 607-618.

<sup>48</sup> ANNUNZIATA e DE ARRUDA, *Crowdfunding and DLTs: the imperative need for more clarity*, in MACCHIAVELLO, *Regulation*, cit., pp. 565-577.

autorizzazioni, in particolare in caso di offerta di servizi variegata (servizi coperti dalla disciplina europea speciale e altri offerti in base a MiFID II o disciplina bancaria, ecc.): in tali due casi la figura di FESC come risultante dall'applicazione delle norme rilevanti è particolarmente incerta.

Inoltre, la figura di FESC, come tratteggiata dalle norme che lo regolano, sarà anche influenzata significativamente da norme o scelte normative e di vigilanza adottate a livello nazionale: oltre infatti al regime di responsabilità civile (cfr. §4.2), restano nella competenza nazionale le regole di *marketing* delle offerte, le sanzioni amministrative (benché gli aspetti armonizzati siano molteplici) e l'autorità nazionale di vigilanza (*home country*) avrà discrezionalità su aspetti rilevanti per il FESC quali costi e intensità della vigilanza in applicazione del principio di proporzionalità (dalle *fees* richieste alla frequenza e intensità dei controlli). Infine, benché il regime europeo sia di armonizzazione massima e quindi escluda in via di principio la possibilità per gli Stati membri di introdurre requisiti aggiuntivi (*gold plating rules*), oneri ulteriori sui FESC potrebbero derivare, oltre che da alcune discrezionalità espressamente contenute nel regolamento (v. notifica *ex ante* all'autorità del KIIS), anche da competenze nazionali (norme di diritto societario e riguardanti, ad esempio, gli statuti degli emittenti o restrizioni nell'offerta al pubblico da parte di certi tipi societari, con conseguente dovere di verifica da parte del fornitore di *crowdfunding*).<sup>49</sup>

In conclusione, l'analisi del Regolamento 1503/2020 non sembra poter condurre ad identificare un'unica figura di nuovo intermediario europeo del *crowdfunding* ma ad "uno, nessuno e centomila": avremo infatti diverse figure dello stesso in dipendenza dei vari fattori sopra esaminati.

Il punto di partenza è comunque il FESC che offra *investment-based*

---

<sup>49</sup> In Spagna, ad esempio, si prevedeva l'obbligo di tenere assemblee societarie online. In Italia, il gestore doveva controllare l'inserimento, nello statuto dell'emittente, di certe clausole (v. *tag along*) ma tali requisiti non sembra siano stati mantenuti dal legislatore italiano con il recepimento del regolamento 1503/2020.

*crowdfunding* secondo il modello base, visto come un intermediario simile ad un'impresa di investimento ma soggetto a regime più leggero (giustificato da alcune caratteristiche peculiari del mercato e dalla volontà di bilanciare obiettivi di *policies* diversi), ibrido e innovativo (con soluzioni che non si rinvengono nella normativa tradizionale finanziaria) e affidamento limitato degli investitori che vengono avvertiti della diversità di tale investimento rispetto ad altre forme di risparmio. Tuttavia, il grado di doveri di protezione aumenta a seconda del tipo di prodotto e servizi offerti, a partire dalla facilitazione di prestiti, passando per *pricing/scoring*, fino ad arrivare alla gestione di portafogli di prestiti (servizi che creano un maggior affidamento dell'investitore ed una minor libertà di scelta dello stesso), con potenziali riflessi anche nel regime nazionale di responsabilità civile.

Le sfaccettature aumentano anche a seconda della sede (*home country*) o luoghi di distribuzione (*host country*), prevendendosi alcune discrezionalità nazionali significative (v. intensità della vigilanza, *marketing*, etc.). In tal senso, si è visto, saranno anche decisive le scelte nazionali in materia di responsabilità civile, che andranno a meglio definire i contorni del ruolo giocato dal FESC in particolare nella verifica delle informazioni trasmesse dal titolare di progetto. Ancora, la presenza di regimi nazionali coesistenti o di eventuali ulteriori autorizzazioni possedute dal FESC completeranno la molteplicità di immagini che il regolamento UE, in combinazione con le incertezze, discrezionalità e lacune lasciate, ci restituisce di tale nuovo intermediario.<sup>50</sup>

A ben considerare, in un modello di crowdfunding in cui il soggetto vigilato si limita ad agevolare un contatto tra gli investitori e gli emittenti, non vi è la possibilità di controllare gli aspetti prudenziali dell'operatività attraverso la supervisione del

---

<sup>50</sup> Cfr. BANI - SIGNORINI, *Come governare la transizione del e nel mercato*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2022, S4, p. 342 ss., ove gli AA. si soffermano vorrebbero su alcune delle implicazioni che la transizione (nelle sue differenti rappresentazioni – dal digitale, all'ambientale (...)) è destinata ad avere sul e nel mercato, interrogandosi su quali comportamenti il mercato dovrebbe e potrebbe mettere in atto per rispondere alle esigenze di gestione dei fenomeni che lo stanno interessando dall'interno.

patrimonio del *crowdfunder*.<sup>51</sup> Sicché, nel comparto in esame, le une e le altre funzioni della vigilanza dovrebbero tentare di prevenire (o perlomeno di attenuare) il rischio di contagio e le conseguenti esternalità negative, avendo riguardo alla tutela della fiducia riposta nel sistema finanziario.<sup>52</sup> Sicché, appare possibile auspicare un'estensione degli interessi della vigilanza macroprudenziale anche alle dinamiche delle transazioni che si realizzano sulle piattaforme in parola e alle caratteristiche dei *software* che ne supportano in funzionamento, al fine di vigilare sul pericolo di *shock* comuni o correlati, nonché delle altre turbolenze che possono determinare un generale *riprezzamento* dei rischi ovvero altre forme di trascinamento delle anomalie da un comparto ad un altro.

### **Eugenia Macchiavello**

*Ricercatrice di Diritto dell'economia  
nell'Università degli Studi di Genova*

---

<sup>51</sup> Si noti che, nell'ordinamento europeo, il paradigma della vigilanza prudenziale ha travalicato i confini del comparto bancario; cfr. BROZZETTI, *La riforma apprestata con l'“Investment firms regulation” e “directive” (Ifri/Ifd): prime osservazioni ruotanti intorno al nuovo assetto bipolare della regolazione europea e alla nuova definizione di ente creditizio. Commento a regolamento n. 2033 del 2019; direttiva n. 2034 del 2019*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2020, pt. 1, p. 391 ss.

<sup>52</sup> Cfr. PERRONE, *Servizi di investimento e regole di comportamento. Dalla trasparenza alla fiducia*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2015, p. 31 ss.