



Dipartimento di Giurisprudenza      Cattedra: European Business Law

## **Il Crowdfunding: Proposta di Regolamento ECSP.**

RELATORE:

Prof. Nicola De Luca

CANDIDATA:

Anna Caldarone

CORRELATORE:

Prof. Ugo Patroni Griffi

ANNO ACCADEMICO 2018/2019

Matricola 131953



## INDICE

<b>INDICE .....</b>	<b>3</b>
<b>Il Crowdfunding .....</b>	<b>19</b>
1.1 <i>Definizione</i> .....	19
1.2 <i>Piattaforme di crowdfunding: classificazioni tradizionali</i> .....	22
1.2.1 Donation-based crowdfunding .....	24
1.2.2 Reward-based crowdfunding.....	24
1.2.3 Lending-based crowdfunding.....	25
1.2.4 Equity-based crowdfunding .....	26
1.3 <i>Modelli ibridi</i> .....	27
1.3.1 Royalty-based crowdfunding .....	27
1.3.2 Real estate crowdfunding .....	28
1.3.3 Debt based crowdfunding.....	28
1.4 <i>Piattaforme di crowdfunding: modelli di business</i> .....	29
1.5 <i>Sviluppo del crowdfunding</i> .....	31
1.6 <i>Criticità</i> .....	36
1.6.1 Rischi per gli investitori .....	36
1.6.2 Rischi per le imprese richiedenti finanziamenti.....	39
1.7 <i>Vantaggi</i> .....	41
1.7.1 Vantaggi per le imprese richiedenti finanziamenti .....	41
1.7.2 Vantaggi per gli investitori.....	42
<b>Regolamentazione UE e profili comparatistici .....</b>	<b>43</b>
2.1 <i>Disciplina europea: introduzione</i> .....	43
2.1.2 Regolamento Prospetto .....	44
2.1.3 MiFID / MiFID II / MiFIR.....	47
2.1.4 PSD II / CRD IV / CRR .....	53
2.1.5 UCITS V / AIMFD / EuVECA / EuSEF.....	55
2.2 <i>Italia</i> .....	57
2.2.1 Quadro normativo attuale.....	57
2.2.2 Emittenti .....	58
2.2.2 Investitori .....	61
2.2.3 Piattaforme .....	64
2.3 <i>Francia</i> .....	66
2.3.1 Quadro normativo attuale.....	66
2.3.2 Emittenti .....	66

2.3.3 Piattaforme .....	66
2.4 Germania .....	68
2.4.1 Quadro normativo attuale .....	68
2.4.2 Piattaforme .....	68
2.4.3 Emittenti .....	69
2.4.4 Investitori .....	69
2.5 Regno Unito .....	70
2.5.1 Quadro normativo attuale .....	70
2.5.2 Emittenti .....	70
2.5.3 Investitori .....	70
2.5.4 Piattaforme .....	71
2.6 USA .....	71
2.6.1 Quadro normativo attuale .....	71
2.6.2 Emittenti .....	72
2.6.3 Investitori .....	73
<b>Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (ECSP).....</b>	<b>75</b>
3.1 Introduzione .....	75
3.2 Profili critici dell'attuale sistema di regolazione UE .....	77
3.2.1 Divergenze normative .....	77
3.2.2 Le conseguenze sulle operazioni cross-border e limiti operativi del Passaporto Europeo .....	78
3.2.3 altri limiti .....	81
3.3 Proposta di Regolamento ECSP .....	82
3.3.1 Ambito applicativo .....	83
3.3.2 Autorizzazione e vigilanza .....	84
3.3.3 Obblighi di condotta .....	85
3.3.4 Tutela degli investitori .....	86
3.3.5 Bachecca elettronica .....	88
3.3.6 Comunicazioni di marketing .....	88
3.3.7 Atti delegati .....	88
3.4 Osservazioni critiche al Regolamento .....	89
3.5 Principali modifiche al Regolamento ECSP .....	91
3.5.1 Ambito applicativo .....	92
3.5.2 Autorizzazione e vigilanza .....	93
3.5.3 Obblighi di condotta .....	93
3.5.4 Tutela degli investitori .....	94
3.5.5 Bachecca elettronica .....	95
3.5.6 Comunicazioni di Marketing .....	95
3.5.7 Atti delegati .....	95

<i>3.7 Conclusioni</i> .....	95
<b>BIBLIOGRAFIA</b> .....	<b>99</b>



## SINTESI

Il capitolo I si apre con una descrizione del fenomeno del *crowdfunding* quale metodo di finanziamento che opera attraverso l'utilizzo dell'Internet, per la realizzazione di iniziative poste in atto *online*, mediante la raccolta di contributi e micro-sponsorizzazioni, sotto forma di simil obbligazioni dal piccolo importo monetario in un periodo di tempo limitatamente definito.

Dal punto di vista storico le origini del fenomeno sarebbero da attribuire, secondo la letteratura esistente in materia, ad alcuni episodi risalenti al periodo che intercorre tra il 18° ed il 19° secolo, quali esemplificando la creazione di istituti collettivi di microcredito cd. *Irish Loan Fund* ad opera di Jonathan Swift con l'obiettivo di contrastare la povertà del popolo irlandese, ovvero, la raccolta fondi lanciata nel 1885 da Joseph Pulitzer al fine di finanziare il piedistallo e l'installazione della Statua della Libertà. Tuttavia le manifestazioni di *crowdfunding* vero e proprio sono tutte posteriori all'avvento dell'Internet e del Web 2.0.

L'affermarsi di applicazioni *software* e dispositivi *mobile* permettono di instaurare un dialogo più ravvicinato tra imprese e/o creativi e la folla generando un forte scambio di informazioni e idee sul prodotto o servizio che si ha intenzione di proporre. A tal proposito è possibile trovare un'area di sovrapposizione con il *crowdsourcing* ovvero un nuovo modello di business basato sull'*Open Innovation* mediante il quale l'azienda esternalizza specifici *tasks* essenziali per la produzione o la vendita dei suoi prodotti al pubblico attraverso un invito pubblico online, con l'obiettivo di indurre più persone ad apportare un proprio personale contributo a vario titolo, gratuito e non. In altri termini il *crowdfunding* è la mera evoluzione monetaria del *crowdsourcing*: entrambi si fondano sull'idea che la folla, una massa di individui inesperti, possa apportare contributi maggiori e migliori rispetto a quanto siano in grado di fare gli esperti, così come evidenziato da diversi studi sociologici di cui in particolare quello realizzato da James Surowiecki nel 2005.

Il capitolo prosegue con l'analisi del fenomeno nelle sue differenti estrinsecazioni procedendo alla descrizione analitica delle quattro tipologie di *crowdfunding* tradizionalmente considerate (*donation-based*, *reward-based*, *lending-based*, *equity-based*) e dei modelli cd. ibridi (*royalty-based*, *real estate-based*, *debt-based*). Una prima distinzione tra le varie piattaforme di *crowdfunding* è basata sul cd. ritorno atteso dall'investitore: l'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) si riferisce ai modelli *donation* e *reward* con il termine *crowdsponsoring* e ai modelli *equity* e *lending* con il termine *crowdinvesting*, solo quest'ultimo caratterizzato da un ritorno di tipo economico/finanziario. Una seconda distinzione può rinvenirsi nel modello di business adottato dalle varie piattaforme in relazione alle modalità di gestione delle campagne di raccolta fondi. In generale la maggior parte delle piattaforme prevede la scelta tra due modelli: *All Or Nothing* (tutto o niente) e *Keep It All* (prendi tutto). Il primo, anche definito *Threshold-pledge system* è un sistema che subordina il finanziamento, dunque il successo della campagna, al raggiungimento dell'obiettivo monetario prefissato. Nel modello *KIA*, invece, il trasferimento della somma di denaro avviene immediatamente prescindendo così dal raggiungimento dell'obiettivo prefissato. La scelta tra i due modelli ha implicazioni di non poco conto nell'*equity crowdfunding* poiché esso comporta una delibera di aumento di capitale sociale il cui perfezionamento potrebbe essere sottoposto ad una condizione sospensiva dell'integrale sottoscrizione delle quote o delle azioni.

Tra le motivazioni che hanno portato all'ascesa del *crowdfunding* ed in generale alla nascita ed al crescente ricorso alla cd. finanza alternativa è certamente da ascrivere il *deficit di finanziamento* sofferto principalmente da PMI e *start up* innovative, come conseguenza della stretta creditizia adoperata dagli istituti di credito a seguito della crisi finanziaria del 2008. Al §1.5 viene offerta un'accurata analisi dei volumi di crescita a livello mondiale ed europeo della finanza alternativa relativamente al periodo che intercorre tra il 2014 ed il 2017 e del segmento occupato dal *crowdinvesting* a livello europeo e nazionale nello stesso periodo di riferimento. Il capitolo termina con l'esposizione delle criticità e dei

vantaggi che caratterizzano lo strumento del *crowdfunding* sia dal punto di vista dell'investitore che da quello dell'impresa richiedente finanziamenti, con particolare riferimento al *lending* e all'*equity* in ragione delle loro peculiari caratteristiche.

Negli ultimi anni il *crowdfunding* è stato oggetto di una sempre crescente attenzione normativa quale frutto di una forte politica di integrazione che affonda le sue radici nel piano d'azione emanato dalla Commissione nel 2015, per la creazione di un Mercato Unico dei Capitali. A livello Europeo si ravvisa la presenza di molteplici discipline potenzialmente applicabili al *crowdinvesting* che, seppur fortemente armonizzate, prevedono margini di discrezionalità in capo agli Stati Membri tali da condurre ad un regime a dir poco frammentario. Nel capitolo II è stata effettuata una rassegna dei Regolamenti e delle Direttive Europee più significative enfatizzando in modo particolare sui temi oggetto di maggiori criticità. Il *Regolamento Prospetto* impone in capo all'emittente in caso di offerta pubblica di strumenti finanziari la pubblicazione di un prospetto informativo, suscettibile di approvazione da parte dell'*European Security Market Authority*, che contenga le informazioni necessarie affinché l'investitore possa agilmente valutare i rischi connessi all'investimento. Trattandosi di un procedimento che comporta costi quasi del tutto impossibili da sostenere per PMI e *start up* innovative, sono stati previsti alcuni meccanismi di esenzione dall'obbligo di redazione del prospetto fondati sulla qualità dell'investitore cui l'offerta è rivolta, ovvero sulla fissazione di una soglia minima (1 milione) al di sotto della quale vige l'esenzione assoluta dalla pubblicazione del prospetto, ovvero sulla possibilità posta in capo agli Stati membri di imporre ulteriori esenzioni per le offerte comprese tra 1 ed 8 milioni; nonché ulteriori semplificazioni destinate prevalentemente a imprese di dimensioni ridotte che si traducono nella possibilità di pubblicare un prospetto semplificato cd. *Prospetto UE della crescita*. La piattaforma potrebbe effettuare operazioni che coinvolgono strumenti finanziari e dunque svolgere servizi di investimento in maniera professionale nei confronti del pubblico. In tal caso sarebbe altresì applicabile la Direttiva in materia di mercati degli strumenti

finanziari *MIFID II* (in sostituzione della precedente *MIFID*) ed il *Regolamento MiFIR* e sarà dunque necessario ottenere una specifica autorizzazione quale impresa di investimento, ai fini dell'operatività della piattaforma. L'ottenimento dell'autorizzazione in questione cd. Passaporto Europeo consentirebbe alle piattaforme di poter operare nei rispettivi paesi d'origine ed altri paesi dell'UE in conformità del principio dell'autorizzazione unica. Tuttavia le rigorose limitazioni associate ai requisiti patrimoniali e stringenti obblighi informativi rendono lo strumento troppo oneroso in termini di *compliance*. Anche in questo caso è prevista all'art. 3 MiFID II una possibilità di esenzione dall'applicazione dell'intera disciplina per le piattaforme che svolgano esclusivamente i servizi di ricezione e trasmissione ordini e/o attività di consulenza seppure a determinate condizioni. La Direttiva contiene inoltre una classificazione della clientela distinguendo tra tre tipologie: clienti professionali, clienti che su richiesta possono essere qualificati come professionali e clienti al dettaglio. La suddetta classificazione congiuntamente alla tipologia di servizi prestati giocano un ruolo fondamentale nell'individuazione degli obblighi informativi reciproci e gli obblighi generali di condotta posti in capo alle imprese di investimento a tutela della loro clientela, essendo per lo appunto modulati sulla base di queste variabili. Le piattaforme potrebbero raccogliere i fondi mediante pagamenti in forma elettronica da parte degli investitori e detenerli sino alla conclusione della raccolta, salvo poi trasferirli alla società proponente o restituirli agli investitori in caso di fallimento della campagna, pertanto sarebbero applicabili più direttive: *Directive on Payment Services II*, *Directive on Capital Requirements IV*, *Regulation on Capital Requirements*. Qualora le piattaforme impieghino modelli di business riconducibili a forme di gestione collettiva del risparmio sarebbero applicabili quattro diverse discipline oltre a quelle sin ora menzionate, in relazione al tipo di investimento da realizzare: *Directive on Alternative Investment Fund Managers*, *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*, *Regulation on European Venture Capital*, *Regulation on European Social Entrepreneur*. La questione preliminare, risolta in maniera distinta in molti Stati membri, per

l'applicazione della Direttiva MiFID II e del Regolamento Prospetto verte sulla possibile qualificazione dei prodotti delle piattaforme come strumenti finanziari. L'analisi comparativa effettuata al capitolo III in relazione alle normative esistenti nei principali Stati Membri (Italia, Francia, Germania, Regno Unito) ci consente di distinguere casi di qualificazione del *crowdfunding* come (i) servizio d'investimento e/o offerta al pubblico con conseguente applicabilità delle disposizioni europee succitate (ii) come servizio di investimento ma esentato dall'applicazione della disciplina MiFID II oppure (iii) come servizio e attività finanziaria non riservata alle imprese di investimento o banche, assoggettata normativa nazionale dei diversi Stati Membri. Appare evidente che gli Stati Membri sono dotati di una certa discrezionalità nella scelta del regime da applicare alle piattaforme, questa non ha tardato a manifestarsi con l'introduzione di normative divergenti e spesso tra loro incompatibili che rappresentano un forte ostacolo allo sviluppo del fenomeno specie in una dimensione *cross-border*, poiché imporrebbe l'adeguamento dei modelli di business in funzione di ogni giurisdizione nonché il rispetto delle diverse normative nazionali, comportando talvolta anche l'obbligo di ottenere ulteriori autorizzazioni o ad adempiere ad obblighi di registrazione presso le diverse autorità nazionali competenti. Per questa e le altre ragioni esposte nell'ultimo capitolo la Commissione ha ritenuto di intervenire e l'8 Marzo ha presentato al *Parlamento Europeo una Proposta di Regolamento per i fornitori di servizi di crowdfunding (ESCP)* ossia un regime facoltativo che consentirebbe alle piattaforme che optassero per questa regolamentazione di ottenere un'autorizzazione unica cd. marchio UE valevole in tutto il territorio dell'Unione e di beneficiare di norme organizzative e di tutela degli investitori proporzionate nonché di un notevole risparmio in termini di costi e tempistiche. Alla prima versione di Regolamento segue una versione "aggiornata" risultando a mio parere maggiormente conforme agli obiettivi prefissati. La trattazione si conclude con una serie di osservazioni e alcuni suggerimenti.



## EXECUTIVE SUMMARY

Chapter I opens with a description of the crowdfunding as a financing method which acts through the Internet for ventures taken online by collecting contributions and micro sponsorships with cheap bonds for a limited time.

From an historical point of view, the origins of this phenomenon date back, according to the existing literature sources, to some events happened during the 18<sup>th</sup> and 19<sup>th</sup> century which created collective microcredit institutes as the Irish Loan Fund by Jonathan Swift with the aim of contrasting the Irish people's poverty, that is the fundraising spread in 1885 by Joseph Pulitzer to finance the base and the installation of the Statue of Liberty.

However the true crowdfunding displays are all later than the Internet and the Web 2.0. The establishment of the software apps and the mobile devices allow to start up closer and more creative communications among companies and/or creatives and the crowd by generating a strong information exchange and ideas about the product or the service which is meant to offer. The objective is to find an overlapping with crowdsourcing that is a new business model based on the Open Innovation through which a company outsources specific and essential tasks for the production or the selling of its items through an online public invitation with the aim of persuading more people to give their personal contribution freely or by paying. So, the crowdfunding is the simple money evolution of the crowdsourcing: they are both based on the idea that the crowd, a mass of inexperienced people, could give better and higher donations than the experts, as highlighted by different sociological studies, in particular the one done by James Surowiecki in 2005.

The chapter continues with the analysis of the phenomenon in its various displays by doing an analytical description of the four types of crowdfunding traditionally considered (*donation-based, reward-based, lending-based, equity-based*) and of the hybrid models (*royalty-based, real estate-based, debt-based*). A first distinction among the different crowdfunding platforms is based on the expected

investors return: the International Organization of Securities Commissions (IOSCO) refers to donation and reward models as crowdsponsoring and to equity and lending as crowdfunding. A second distinction can be found in the business model adopted by the various platforms concerning the management of the fund raising campaigns.

Generally, most platforms consider the choice of two models: All or Nothing and Keep it All. The first, which is also said Threshold pledge system, is a system subordinating campaign's success to the reaching of the predetermined monetary goal. In the KiA model money moving is immediate without considering the predetermined monetary goal, instead. The choice between the two models has important consequences in equity crowdfunding since it brings an increase of the nominal capital whose improvement could be undergone to a suspensive condition of all the subscriptions of the stocks and shares.

The causes which led to the crowdfunding ascent and to the growing recourse to alternative finance are certainly to be found in the financing deficit occurred by the SMEs and by the innovative start ups, as a consequence of the credit crunch due to the financial crisis in 2008. An accurate analysis of the increasing World and European alternative finance's volumes concerning the period between 2014 and 2017 and of the crowdfunding portion on a National and European basis with the reference to the same period is offered by §1.5.

The chapter finishes by arguing the weak points and advantages which characterize the crowdfunding either from the investor's point of view and by the company requiring the loan, particularly referring to the lending and the equity because of their peculiar characteristics.

The crowdfunding has been lately having a growing normative attention as a result in the strong integration policy dating back to the action plan issued by the Commission in 2015, for the creation of a single market of the assets. In Europe there are different regulations which can be potentially applied to the crowdfunding, although strongly balanced, the expect discretion margins by the Member States such to lead to a fragmentary regime.

A survey of the most meaningful European Regulations and Directives is carried out in the second chapter by particularly highlighting the most critical topics. Prospectus Regulation obliges the issuer, if a public offer of financial deeds is issued, to publish an informative prospectus to be approved by the European Securities Market Authority, containing all the necessary information so that the investor could easily evaluate the risks connected to the investment. This is a process that implicates impossible costs for the SMEs and the innovative start ups, so there are some drafting dispensation based (i) on the investor's quality to whom the offer is addressed or (ii) on the establishment of a minimum threshold (1 million) below which there is the complete exemption of publishing the prospectus (iii) on the possibility issued by Member States to impose further exemptions for the offers between 1 and 8 millions; as well as further simplifications mainly addressed to smaller companies which can publish an easier prospectus.

The platform could take operations involving financial instruments and carry out professional investments for its public. In this case Markets in Financial Instruments Directive II (substituting the previous MiFID) and Markets in Financial Instruments Regulation could be applied; so it will be necessary to get a specific authorization as an investment company in order to allow platforms to work. This authorization is obtained by the European Passport allowing platforms to operate in their origin's Member State and in others ones according to the principle of unique authorization. However, the strict limitation associated to the patrimonial requirements limit which make the tool too expensive when referring to compliance. Even in this case a possibility of exemption of the application of the Directive are provided under certain conditions by article 3 MiFID II for platforms only carrying out reception services, transmission orders and/or consultancy work. Moreover, the Directive contains a classification of clients who can be distinguished in three categories: professionals, clients who can be classified as professionals on demand and retail ones. This classification as well as the type of services issued play a fundamental role in individuating the

informative mutual obligations imposed to the investment companies to safeguard their clients and modulated on these variables.

The platforms could gather funds by electronic payments from the investors and keep them till the end of the campaign, in this case more directives can be applied: Directive on Payment Services II, Directive on Capital Requirements IV, Regulation on Capital Requirements. If the platform uses business models attributable to saving forms of collective management, four different disciplines except the ones already mentioned could be applied according to the investment to be done: Directive on Alternative Investment Fund Managers, Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities, Regulation on European Venture Capital, Regulation on European Social Entrepreneur.

The preliminary issue mainly directed to the majority of Member States for the application of the MiFID Directive and Prospectus Regulation is about the possible qualification as financial instruments of the products offered by platforms.

The comparative analysis done in the third chapter regarding the existing guidelines in the main Member States (Italy, France, Germany, UK) allows us to distinguish qualification cases concerning the crowdfunding as an (i) investment service and/or public offering with a subsequent feasibility about the mentioned European guideline; (ii) as an investment service but preventing the application of the MiFID discipline thanks to the exemptions provided; (iii) as a service and financing activity not meant for investment companies on banks, subject to the national guidelines of the different Member States.

It is clear that Member States have a certain discretion in their choice of the regime to apply on platforms, this was soon shown with the introduction of different guidelines which are often in conflict among them and representing a strong obstacle for the development of this phenomenon especially in a cross-border dimension, since it would impose the business model compliance by considering every jurisdiction and the different national guidelines sometimes leading to the commitment to obtain further authorizations or to register under different national authorities.

For this and other motivations listed in last chapter, the Commission questioned on 8<sup>th</sup> March it presented to the European Parliament some regulation proposals for the crowdfunding service providers, that is a discretionary regime allowing platforms to opt for these guidelines to obtain an unique authorization called European trademark valid all over the EU and to benefit of organized guidelines to proportionally safeguard of investors as well as a substantial saving in costs and times. To the first version of these guidelines follows an updated one, resulting in my opinion more compliant with the prefixed aims. The writing finishes with a series of observation an some suggestions.



# CAPITOLO I

## Il Crowdfunding

### 1.1 *Definizione*

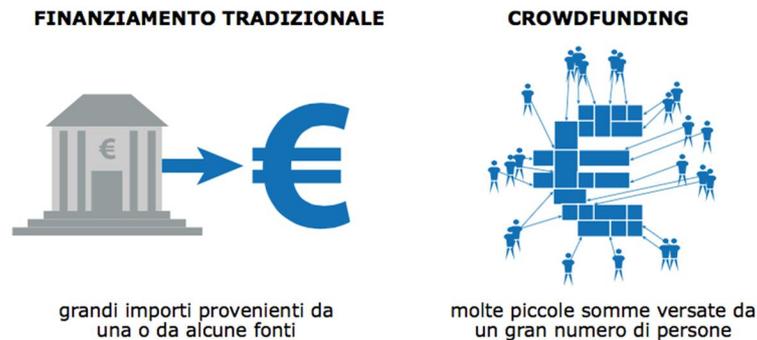
HOSSAIN e OPARROCHA hanno cercato di ricomprendere tutti gli aspetti cruciali di questo fenomeno all'interno di una definizione che ad oggi risulta essere la più esaustiva: “Il Crowdfunding è un metodo di finanziamento che opera attraverso l'utilizzo di Internet, per la realizzazione di iniziative poste in atto online, attraverso la raccolta di contributi e micro-sponsorizzazioni, sotto forma di simil obbligazioni dal piccolo importo monetario, in un periodo di tempo limitatamente definito. Sostanzialmente si tratta del finanziamento di una possibile idea da mettere in atto, di un possibile obiettivo o progetto da realizzare, che avviene per mano di una richiesta da parte di chi ne ha necessità, attraverso l'utilizzo di tecnologie e piattaforme del Web 2.0, in cui, i papabili finanziatori dell'idea o del progetto, possono scegliere se effettuare una donazione, ottenere un diritto di pre-acquisto sul prodotto, oppure prestare o investire direttamente il proprio capitale in base alle proprie convinzioni in merito o magari basandosi sulle promesse dei fondatori richiedenti capitale o più semplicemente sulla aspettativa di un possibile ritorno sull'investimento”.<sup>1</sup>

Il crowdfunding coinvolge tre attori principali: la folla, una piattaforma di crowdfunding ed il creatore della campagna di crowdfunding. Il progetto da finanziare appare sulle piattaforme che consentono di distribuire le informazioni sullo stesso, di curare l'illustrazione della proposta e di raccogliere i contributi, anche modesti, da un numero molto ampio di soggetti, tali che se considerati nel

---

<sup>1</sup> HOSSAIN ed OPARROCHA, 2017, pp. 18-31

loro ammontare complessivo possono superare la capacità di investimento di un singolo finanziatore.



*Figura 1 : La differenza tra crowdfunding e finanziamento tradizionale. Fonte: Il crowdfunding. Cos'è. Una guida per le piccole e medie imprese*

Questa forma di finanziamento dal basso ha origini ben più antiche riconducibili ad episodi risalenti al 18° e al 19° secolo. Il primo di questi riguarda la creazione di istituti collettivi di microcredito cd. “*Irish Loan Fund*” ad opera di JONATHAN SWIFT con l’obiettivo di contrastare la povertà del popolo irlandese.<sup>2</sup> Certamente più pregnante è l’episodio relativo alla raccolta di fondi dal basso lanciata per finanziare il piedistallo e l’installazione della Statua della Libertà che pervenne in America nel 1885 quale dono da parte della Francia. Per completare l’opera monumentale si necessitava di ulteriori fondi rispetto a quelli raccolti dal Comitato appositamente costituito. Nasce con queste premesse la prima grande campagna di fundraising e muove dall’idea del giornalista Joseph Pulitzer che attraverso il suo giornale “*The World*” si ripropose di raccogliere \$100.000,00 sotto forma di donazioni.<sup>3</sup> Pulitzer riuscì ad accumulare più di quanto si fosse ripromesso nel giro di 5 mesi. Coinvolse, così, migliaia di americani facendo leva sul loro senso civico e promettendo una specifica ricompensa simbolica per chiunque avesse partecipato alla donazione: il loro nome sarebbe stato menzionato sul suo giornale, a prescindere dall’importo donato.

<sup>2</sup> CALVERI ed ESPOSITO, 2013, p. 23-24

<sup>3</sup> PIATTELLI, 2013, p. 3-4

Appare così evidente che la raccolta di fondi di per sé non sembra costituire una novità, quello che rende questo fenomeno innovativo è che ciò avviene attraverso l'utilizzo di strumenti di comunicazione di massa mediante i quali il coinvolgimento di potenziali finanziatori avviene più rapidamente e su larga scala: i *social* e le *piattaforme web*.

Perciò le manifestazioni di crowdfunding vero e proprio sono tutte posteriori all'avvento dell'Internet e del web 2.0, tecnologie che hanno determinato un profondo cambiamento e un crescente coinvolgimento delle masse nella partecipazione alla vita sociale, economica, civile. L'ascesa del fenomeno negli ultimi anni deriva infatti dall'affermarsi di applicazioni *software* e dispositivi *mobile* che permettono di instaurare un dialogo più ravvicinato tra imprese e/o creativi e la folla generando così un forte scambio di informazioni e idee sul prodotto o servizio che si ha intenzione di proporre.<sup>4</sup>

Il *crowdfunding* altro non è che *genus* di una *species* più grande: il *crowdsourcing*. Il termine fu coniato da JEFF HOWE nel 2006<sup>5</sup> al fine di descrivere un nuovo modello di business nato proprio in quegli anni ed apparve per la prima volta nella rivista Wired nel suo articolo "*The Rise of Crowdsourcing*".

Secondo KLEEMAN si tratta di un fenomeno nel quale "*l'azienda esternalizza specifici tasks essenziali per la produzione o la vendita dei suoi prodotti al pubblico attraverso un invito pubblico online con l'obiettivo di indurre più persone ad apportare un proprio personale contributo a vario titolo, gratuito e non*".<sup>6</sup> Entrambi i fenomeni si fondano sull'idea che la folla (*crowd*), una massa di individui inesperti, possa apportare contributi maggiori e migliori rispetto a quanto siano in grado di fare degli esperti. Ciò viene evidenziato da diversi studi sociologici, di cui in particolare quello realizzato da JAMES SUROWIECKI 2005 nel saggio "*La saggezza della folla*".<sup>7</sup> Tale teoria, lungi da poter essere considerata in termini assolutistici, trova una forte applicazione nell'Internet, in quanto la folla è

---

<sup>4</sup> DE BUYSERE et al., 2012, p. 9

<sup>5</sup> HOWE, 2006.

<sup>6</sup> KLEEMAN, RIEDER e VOSS, 2008, pp. 5-26

<sup>7</sup> VIGANÒ, 2018, p. 24

tipicamente organizzata in *community*: ne sono un esempio siti come *Yahoo Answers*, *Wikipedia*, il *browser Linux*. Tuttavia gli esempi forniti consentono di effettuare una distinzione tra *open source* e il *crowdsourcing*: il primo nasce dalla cooperazione volontaria di diverse persone ed è finalizzato alla pubblica utilizzazione dei contributi da essi apportati (es. *wikipedia*), il secondo invece nasce dall'iniziativa tipicamente lanciata da un'azienda e l'utilizzazione di detti contributi resta nelle mani di coloro i quali hanno lanciato l'iniziativa.

In questo modo l'azienda potrà utilizzare la folla riunita in *community* come una vera e propria forza lavoro in cui emerge un nuovo tipo di consumatore, il cd. *working consumer*<sup>8</sup>, che diviene parte integrante del processo di produzione-distribuzione e consente perciò la riduzione dei costi dovuti proprio alla esternalizzazione di determinate funzioni: una tra tutte quella di *marketing*. Si tratta perciò di un nuovo modello di business basato sull'*Open Innovation* che rimarca il passaggio dalla logica *top-down* a quella *bottom-up*.

In altri termini il crowdfunding è la mera evoluzione monetaria del crowdsourcing ma si differenzia da questo e dagli altri fenomeni basati sul *crowd*. Secondo GERBER ed HUI<sup>9</sup> la differenza principale risiede nel fatto che la motivazione per i fondatori di una campagna di crowdfunding è quella di raccogliere fondi mentre gli altri concetti basati sulla folla coinvolgono abitualmente input partecipativi e intellettuali diversi da un contributo monetario.

### 1.2 Piattaforme di crowdfunding: classificazioni tradizionali

Pur trattando in questa sede della tipologia cd. *Equity*, si rende opportuno analizzare complessivamente il fenomeno nelle sue differenti estrinsecazioni, anche in ragione delle molteplici connessioni tra i vari modelli, al fine di comprendere al meglio l'argomento oggetto della trattazione. Come si evince dal

---

<sup>8</sup> KLEEMAN, RIEDER e VOSS, 2008, p. 8 ss

<sup>9</sup> GERBER ed HUI, 2014, p. 2

rapporto *Massolution* del 2012<sup>10</sup> esistono quattro tipologie principali di *crowdfunding* alla cui individuazione si è pervenuti adottando un approccio di tipo casistico: *donation-based crowdfunding*, *reward-based crowdfunding*, *equity-based crowdfunding* e *lending-based crowdfunding*.

Tali modelli si differenziano sulla base di alcune variabili quali: motivazione per l'investitore, tipologia di contributo, ritorno atteso dall'investitore, finalità perseguita dal progettista, complessità dei processi, beneficiari principali e tipologia di contratto<sup>11</sup>. In generale i modelli *equity-based*, *reward-based* e *social lending* sono più conformi all'attività aziendale; mentre il *donation-based* si presta di più alle realtà no-profit. Per quanto attiene i privati, invece, è loro preclusa la possibilità di ricorrere all'*equity crowdfunding* se non per il tramite di una società; al contrario dei modelli *reward-based* e *lending*, ai possono accedere anche le persone fisiche.

La tipizzazione formale delle singole tipologie di *crowdfunding* è strumentale anche all'identificazione delle relative piattaforme e del loro *modus operandi* ma anche orientata ad identificare il progetto rispetto al meccanismo di ricompense previsto, il cd. *ritorno*.

L'*International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) si riferisce ai modelli *donation* e *reward* con il termine "*crowdsponsoring*" e ai modelli *equity* e *lending* con l'espressione "*crowdinvesting*".<sup>12</sup>

Questa distinzione si basa sul ritorno atteso: nel *crowdinvesting* l'investitore si aspetta un ritorno finanziario dall'investimento, cosa che non accade nel *crowdsponsoring* in cui le motivazioni che spingono investitore sono tutt'altro che di tipo economico.

Alcuni autori<sup>13</sup> contestano l'inclusione del *reward-based crowdfunding* nella categoria del *crowdsponsoring* sulla base del fatto che i finanziatori condividano

---

<sup>10</sup> MASSOLUTION, 2012.

<sup>11</sup> VIGANÒ, 2018, p. 37 ss

<sup>12</sup> BIJERK, 2014, p. 6

<sup>13</sup> AGRAWAL, CATALINI e GOLDFARB, 2013.

le stesse aspettative con gli investitori di *crowdfunding* con rendimento finanziario, poiché entrambi attendono che il processo di finanziamento abbia successo.

Ad ogni modo, focalizzeremo la nostra attenzione sui modelli di *crowdinvesting* tradizionalmente considerati. Questi ultimi, per le caratteristiche che evidenzieremo di seguito, rivestono un ruolo fondamentale nella riduzione del deficit di finanziamento sofferto da *start-up* e PMI<sup>14</sup>.

### 1.2.1 Donation-based crowdfunding

Il *donation-based crowdfunding* è un modello fortemente utilizzato per scopi benefici, iniziative sociali ma non mancano casi di utilizzazione dello stesso per progetti artistici. Con questa tipologia di *crowdfunding* il *fundraiser* raccoglie tramite apposite piattaforme online fondi sotto forma di donazioni senza offrire alcunché in cambio al donatore, se non ricompense simboliche spesso intangibili es. *menzione pubblica*. Essi trovano soddisfazione nella realizzazione di un progetto comune. E' un modello che deriva dal *fundraising* utilizzato da associazioni *non profit* quali ad es. *Onlus*. In ragione del carattere *non profit* è possibile trovare un'area di sovrapposizione con il *personal fundraising*: chiunque sostenga una buona causa può autonomamente attivare una campagna personale di raccolta fondi, anche se non si appartiene all'associazione per cui si attiva la raccolta<sup>15</sup>.

### 1.2.2 Reward-based crowdfunding

Questo modello consente ad imprenditori o individui di finanziare il loro progetto garantendo a colui il quale partecipi al finanziamento una specifica “*ricompensa*” genericamente differenziata in relazione all'importo elargito. Dal punto di vista delle ricompense è quindi possibile suddividere il modello in tre sottocategorie:

---

<sup>14</sup> BORRELLO, DE CRESCENZO e PICHLER, 2015.

<sup>15</sup> PAIS, PERETTI e SPINELLI, 2014, p. 11

quella che nel nostro ordinamento corrisponde alla *donazione modale, pre-ordine e profit sharing o royalty based*.<sup>16</sup>

La prima ipotesi prevede che la raccolta fondi avvenga a titolo di donazione e la stessa può essere gravata da un onere (*il reward*), il cui adempimento costituisce una specifica obbligazione del donatario. Tale *reward* si sostanzia in un piccolo premio, un gadget o un mero riconoscimento.

Il confine tra *donation-based* e *reward-based crowdfunding* è molto labile ed è oggetto di opinioni differenti. Ne risulta compromessa la riconducibilità all'una o all'altra tipologia: le ricompense, in forma di beni o servizi hanno un valore simbolico, ma trattandosi di beni o servizi dovrebbero essere considerati (salvo eccezioni) alla stregua di un *pre-ordine* oppure, secondo altri autori, in virtù del valore simbolico dato dalla ricompensa, l'onere non snatura lo spirito liberale della donazione poiché non può considerarsi corrispettivo ma un limite imposto alla donazione nel pieno accordo tra le parti.

La seconda modalità con cui si manifesta è il *pre-ordine*, che può essere considerato quale una compravendita o una promessa di vendita futura che si perfeziona con la realizzazione del bene, da cui però si differenzia per il coinvolgimento del finanziatore direttamente nella fase progettuale.

La terza tipologia cd. *royalty based*, viene considerata quale *modello ibrido* ed è oggetto di trattazione separata al § 1.3.1.

### 1.2.3 Lending-based crowdfunding

Si tratta di “*uno strumento attraverso il quale una pluralità di soggetti può richiedere a una pluralità di potenziali finanziatori, tramite piattaforme on-line, fondi rimborsabili per uso personale o per finanziare un progetto*”.<sup>17</sup>

---

<sup>16</sup> LERRO, 2014, p. 29

<sup>17</sup> La citazione fa riferimento alla Delibera 584/2016 di Banca d'Italia.

Esso è riconducibile ad una forma di prestito obbligazionario (*peer-to-peer*) che può essere richiesto da persone fisiche (*peer-to-consumer*) o da persone giuridiche (*peer-to-business*).

Sebbene alcuni autori<sup>18</sup> ritengano che rientrino nel *crowdlending* solo le forme di disintermediazione del prestito che consentono al finanziatore di scegliere il progetto da finanziare; solitamente alcuni portali online procedono ad intermediare il prestito ripartendo la somma su più progetti così da diversificare il rischio legato ad un eventuale inadempimento da parte del debitore.

Il vantaggio per il soggetto finanziatore ha ovviamente a che fare con il *ritorno*: il capitale è restituito maggiorato di un interesse (generalmente più alto rispetto al mercato), fisso o variabile, predeterminato al momento del finanziamento.

#### 1.2.4 Equity-based crowdfunding

Ultimo dei quattro modelli tradizionali è l'*equity-crowdfunding*. Secondo una definizione data dalla Consob esso si ha “*quando tramite l'investimento on-line si acquista un vero e proprio titolo di partecipazione in una società: in tal caso, la "ricompensa" per il finanziamento è rappresentata dal complesso di diritti patrimoniali e amministrativi che derivano dalla partecipazione nell'impresa*”.

GABISON<sup>19</sup> definisce la campagna di *equity-crowdfunding* come una *limited Initial Public Offering* condotta tramite un intermediario on line. Rispetto alla *IPO*, però, le azioni emesse non possono essere negoziate sul mercato secondario e non comportano alcuna sottoscrizione.

In linea generale si sostanzia in un aumento di capitale sociale pubblicato *on-line* su un portale autorizzato. Il finanziamento avviene attraverso la sottoscrizione o l'acquisto delle partecipazioni emesse dalla società (sotto forma di *quote* o *azioni*). Il finanziatore acquisirà, in virtù del suo investimento, la qualità di *socio* o *azionista* ed i *diritti patrimoniali e amministrativi* che ne conseguono<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> PAIS, PERETTI e SPINELLI, 2014.

<sup>19</sup> GABISON, 2015, p. 361 ss.

<sup>20</sup> La società può procedere a introdurre delle limitazioni dei suddetti diritti.

Le fasi di una campagna di *equity-crowdfunding* sono essenzialmente tre e coinvolgono principalmente, come nelle altre tipologie, tre attori principali: l'investitore, la piattaforma e l'emittente.

Prima dell'inizio della campagna (*fase pre-campagna*) l'emittente procede alla redazione di un *business plan*<sup>21</sup> in cui descrive la situazione economica finanziaria, i risultati cui ambisce e le azioni che intende perseguire a tal fine e può essere obbligato, a seconda della disciplina cui soggiace, a fornire delle specifiche informazioni agli investitori. Si procede alla fissazione della soglia di investimento, il limite temporale entro cui raggiungere l'obiettivo monetario, la tipologia delle partecipazioni ed il loro prezzo. Si giunge poi alla scelta della piattaforma da utilizzare ed alla pubblicazione dell'aumento di capitale sociale, che potrà essere *scindibile* o *inscindibile*. Relativamente a quest'ultima questione, la scelta tra le due tipologie di aumento di capitale sociale comporta non poche conseguenze, per tale ragione si è ritenuto di rimandare la trattazione al §1.4.

A questo punto la campagna prende seguito (*fase campagna*) ed i finanziatori potranno finalmente investire nel progetto che ritengono più valido o redditizio. Infine, una volta spirato il tempo di durata della campagna si aprirà un'ultima fase (*fase post-campagna*) in cui possono verificarsi diverse situazioni a seconda del successo o fallimento della raccolta.

### 1.3 Modelli ibridi

#### 1.3.1 Royalty-based crowdfunding

Si tratta di una sottocategoria, la forma più complessa, di *reward-based crowdfunding*. Il ritorno in tal caso è di natura monetaria e si sostanzia in una condivisione dei profitti o ricavi associati all'investimento, senza però ottenere alcun titolo di proprietà sul progetto o diritti di partecipazione societaria di alcun

---

<sup>21</sup> La redazione del business plan può essere facoltativa o imposta ex lege. Tuttavia anche nei casi in cui non fosse obbligatorio è consigliabile, ai fini della buona riuscita della campagna.

tipo.<sup>22</sup> Questo modello potrebbe essere la soluzione meglio spendibile nel caso in cui non si voglia aprire ai terzi la compagine sociale o non si posseggano i requisiti per ricorrere all'*equity-crowdfunding*.<sup>23</sup>

### 1.3.2 Real estate crowdfunding

Il Real estate crowdfunding “è un sottoinsieme del *crowdinvesting* che permette a diffusi investitori di partecipare al finanziamento di un progetto immobiliare in ambito residenziale o commerciale, in cambio di una remunerazione del capitale”<sup>24</sup>. Il progetto in questione tipicamente riguarda l’acquisto di un immobile, la ristrutturazione di una proprietà o lo sviluppo di un progetto *greenfield*. Il *crowdfunding immobiliare* si differenzia in base alla tipologia di piattaforma che colloca lo strumento sul mercato: *lending* o *equity*<sup>25</sup>.

Nel primo caso l’investitore acquisisce un *diritto di credito* (il soggetto ottiene il pagamento del capitale ad una data determinata ad un costo determinato); nel secondo caso, invece, l’investitore acquisisce una *quota* della società che realizza il progetto.

### 1.3.3 Debt based crowdfunding

Questa particolare categoria di *crowdfunding* può essere considerata un *tertium genus* di quello che in precedenza abbiamo definito *crowdinvesting* ossia un investimento con ritorno finanziario. Il ricorso al *debt based crowdfunding* consente alla società di finanziarsi con capitale di debito mediante l’offerta al pubblico di *obbligazioni* o *altro strumento finanziario di debito*.

La distinzione con il *lending* supra considerato attiene in primo luogo all’oggetto: quest’ultimo è rappresentato da un *contratto di mutuo* nel *lending* e da uno

---

<sup>22</sup> OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE, 2019, p. 15

<sup>23</sup> LERRO, 2014, p. 28

<sup>24</sup> FORBES.it, 2019.

<sup>25</sup> LERRO, 2014, p. 29

*strumento finanziario di debito* nel *debt*<sup>26</sup>; per cui diversa è la modalità di circolazione ma anche le caratteristiche. Inoltre, il rapporto che intercorre tra investitore ed il soggetto che richiede il finanziamento nel primo caso è *bilaterale*; nel secondo è *di massa* poiché prevede la frazionabilità delle sottoscrizioni<sup>27</sup>.

#### 1.4 Piattaforme di crowdfunding: modelli di business

Come già anticipato nel §1.2 la tipizzazione formale dei vari modelli di *crowdfunding* precedentemente analizzati ha un impatto sul *modus operandi* della piattaforma specie nelle modalità gestione delle campagne di raccolta fondi.

In genere tutti i progetti che vengono presentati sulla piattaforma indicano l'obiettivo monetario (*threshold*<sup>28</sup>) da raggiungere entro la fine della campagna e la sorte di detti contributi una volta che la stessa giunge al termine. Relativamente a quest'ultima questione la maggior parte delle piattaforme prevedono la scelta tra due *modelli*<sup>29</sup> di business : *Keep It All* (prendi tutto) ed *All Or Nothing* (tutto o niente)<sup>30</sup>.

Il modello *AON*, comunemente definito *Threshold-pledge system* è un sistema che subordina il finanziamento al raggiungimento dell'obiettivo: il trasferimento di denaro avviene solo se viene raggiunta o superata la soglia minima d'investimento prefissata. Tecnicamente sono possibili due procedure:

1) coloro che scelgono di finanziare il progetto *promettono* (pledge) di versare la somma di denaro al momento del raggiungimento dell'obiettivo. In questa ipotesi non vi è alcun trasferimento di denaro anticipato, dunque nel caso in cui l'obiettivo non venga raggiunto la somma resterà in possesso dell'investitore.<sup>31</sup>

---

<sup>26</sup> AMATO e GIORGI, 2019.

<sup>27</sup> AMATO e GIORGI, 2019.

<sup>28</sup> i.e. *soglia minima*

<sup>29</sup> Fermo restando che accanto a questi due modelli ve ne sono altri in via di sperimentazione: *All and more*, *Ricorrente*, *Step by Step*.

<sup>30</sup> Per approfondimenti su KIA or AON si veda Cumming, Leboeuf e Schwiendacher, 2015.

<sup>31</sup> LERRO, 2014, p. 149 ss.

2) le somme vengono versate immediatamente e mantenute in *escrow*.<sup>32</sup> Tale sistema prevede il trasferimento anticipato e temporaneo delle somme oggetto di finanziamento in un conto corrente gestito da un terzo fiduciario<sup>33</sup>. Nel caso in cui l'obiettivo non venga raggiunto la somma viene restituita immediatamente al finanziatore.

Nel modello *KIA*, diversamente, il trasferimento della somma di denaro al titolare del progetto è immediata e prescinde dal raggiungimento dell'obiettivo monetario prefissato<sup>34</sup>.

I costi da sostenere per promuovere una campagna di *crowdfunding* tramite le piattaforme in questione sono costituiti da commissioni che variano a seconda del modello adottato: nel modello *KIA* la commissione si sostanzia in un importo fisso e viene incassata a priori, indipendentemente dal successo o fallimento della campagna; nel modello *AON*, invece, la commissione è costituita da una percentuale sull'importo monetario effettivamente conseguito e solo se la campagna ha esito positivo. Ciò comporta una importante conseguenza, un grande vantaggio per il *fundraiser*: seguendo il modello *AON* la piattaforma sarà fortemente incentivata a trovare investitori, poiché il loro compenso è determinato proprio dal raggiungimento dell'obiettivo prefissato. La crescita delle piattaforme è fortemente legata al numero di progetti di successo: si innesca un circolo virtuoso che determina l'aumento del numero di investitori.

La scelta tra i due diversi modelli ha implicazioni di non poco conto nell'*equity crowdfunding* poiché comporta una delibera di aumento di capitale sociale il cui perfezionamento potrebbe essere subordinato ad una condizione sospensiva dell'integrale sottoscrizione delle quote o delle azioni oppure prescindere del tutto da ciò.

Nel primo caso l'aumento di capitale si definisce, nel nostro ordinamento, *inscindibile* e corrisponde essenzialmente al modello *AON*. Esso presuppone che

---

<sup>32</sup> LERRO, 2014, p. 149 ss.

<sup>33</sup> Ruolo rivestito genericamente dalla stessa piattaforma in cui si opera o piattaforme specializzate es. Crowdpay

<sup>34</sup> CASTRATARO et al., 2013, p. 22 ss.

venga deliberata una *soglia minima*, il cui raggiungimento è condizione di efficacia delle sottoscrizioni delle partecipazioni; in caso contrario l'aumento di capitale sociale non si perfeziona e il denaro dovrà essere restituito ai sottoscrittori<sup>35</sup>. La fissazione della soglia minima inscindibile gioca un ruolo fondamentale: una soglia troppo bassa potrebbe generare dubbi in capo gli investitori sulla validità del progetto, così come una soglia troppo alta incrementerebbe la possibilità di fallimento della campagna<sup>36</sup>. Si tratta del modello maggiormente utilizzato poiché improntato sull'effettivo conseguimento di un obiettivo strategico determinato e valorizzato, perseguibile esclusivamente con la raccolta dell'intera somma e perciò con la sottoscrizione dell'intero capitale.

Nel secondo caso saremo in presenza di un aumento di capitale *scindibile* corrispondente al modello *KIA*. In assenza di alcuna condizione sospensiva, l'aumento di capitale sociale ha efficacia anche in caso di sottoscrizioni parziali del capitale. Questo comporta la fissazione di una soglia *massima*, il cui raggiungimento è irrilevante ai fini del perfezionamento delle sottoscrizioni.

### 1.5 Sviluppo del crowdfunding

Tra i fattori che hanno contribuito all'ascesa del *crowdfunding* è di fondamentale importanza la stretta creditizia adoperata dagli istituti di credito a seguito della crisi finanziaria del 2008. L'inaccessibilità al credito come conseguenza di un ingente sistema di garanzie richieste dagli intermediari tradizionali (es. banche) ha colpito maggiormente PMI e *start-up innovative* che di tali garanzie spesso non dispongono o che risultano insufficienti. I costi di transazione non giocano un ruolo secondario, rendendo l'accesso al credito troppo costoso e, di conseguenza, non redditizio<sup>37</sup>.

---

<sup>35</sup> Fondazione nazionale dei commercialisti, 2019, p. 10 ss

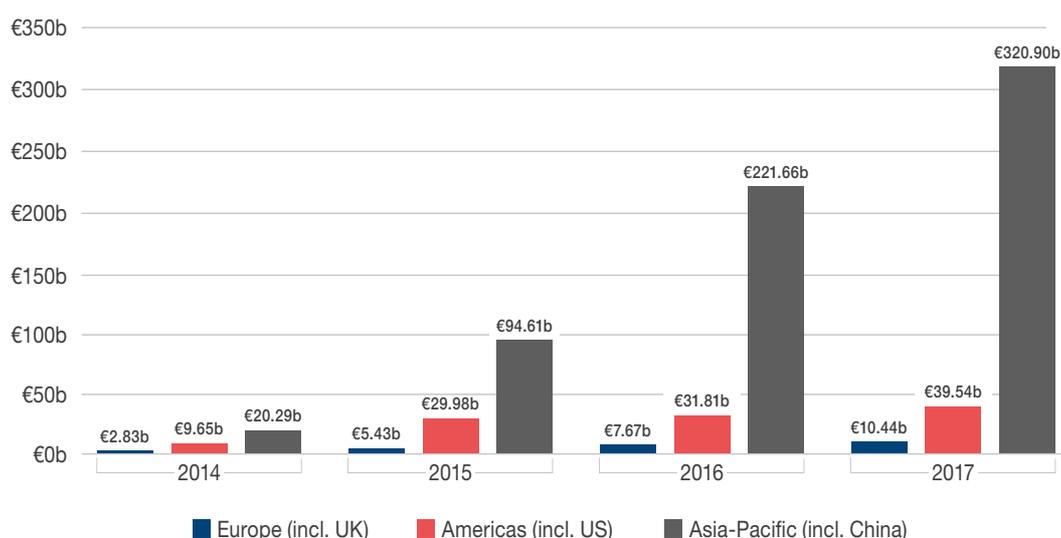
<sup>36</sup> VIGANÒ, 2018, p. 90 ss

<sup>37</sup> ESHO e VERHOEF, 2018.

Si viene così a determinare una discrepanza tra offerta e domanda di capitale a causa di fallimenti permanenti del mercato e cioè quello che comunemente viene definito “*deficit di finanziamento*” cd. *financial gap*. Esso costituisce la differenza tra la quantità di fondi che le aziende richiedono per le operazioni e la crescita e la quantità di fondi che effettivamente ricevono.<sup>38</sup>

Di qui la nascita e il crescente ricorso alla cd. finanza alternativa, espressione che fa riferimento a quei prodotti o servizi finanziari che si stanno affermando attraverso canali innovativi tendenzialmente online, ponendosi al di fuori dei tradizionali canali di finanziamento.<sup>39</sup>

Un report del *Cambridge Centre for Alternative Finance* evidenzia a livello mondiale ed europeo quanto questo mercato sia in forte ascesa.



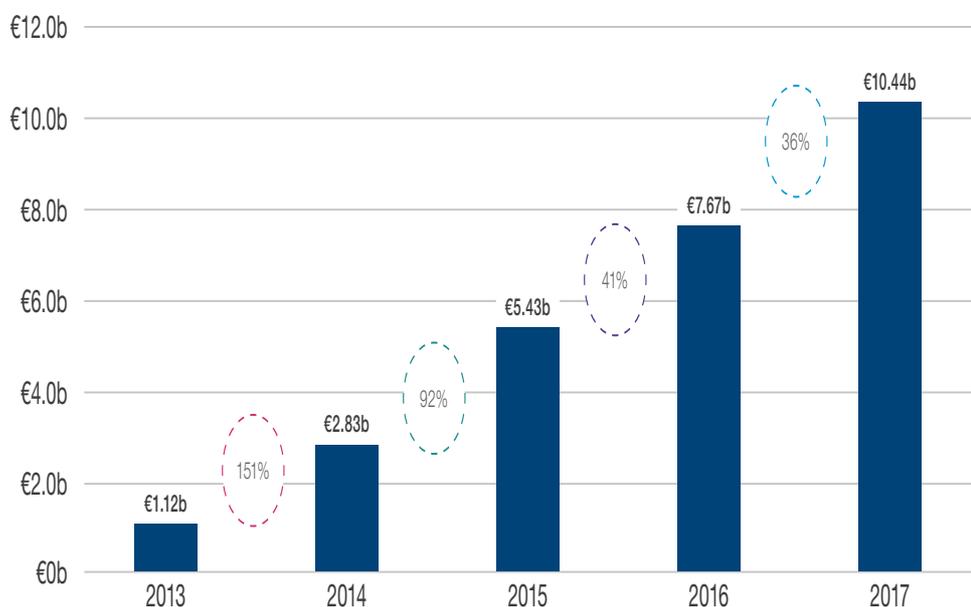
*Figura 2 : World Online Alternative Finance Market Volumes 2014 - 2017 (Euro billions) Fonti: CCAF (2019), SHIFTING PARADIGMS - THE 4TH EUROPEAN ALTERNATIVE FINANCE BENCHMARKING REPORT*

Il diagramma a barre in fig. 2 si riferisce al periodo che intercorre tra il 2014 ed il 2017 mostrando il volume in termini di investimento nel mercato della finanza

<sup>38</sup> PRĘDKIEWICZ, KALINOWSKA-BESZCZYŃSKA e KARSAI, 2016, p. 12 ss.

<sup>39</sup> WORLD BANK AND CCAF, 2019.

alternativa, espresso in miliardi di euro , nei tre continenti: Europa, America ed Asia. Il posto di rilievo è occupato dall'Asia che nel 2017 registra un volume d'affari pari a circa 320 miliardi di euro, con una crescita esponenziale di ben 300 miliardi in più rispetto al 2014. Al secondo posto troviamo l'America con 39 miliardi sebbene la crescita dal 2014 non sia così rilevante come in Asia, arriva comunque a toccare i 30 miliardi. L'ultimo posto è occupato dall'Europa che registra un volume d'affari pari a 10 miliardi circa nel 2017 ed una crescita dal 2014 pressoché nulla, solo 8 miliardi.



*Figura 3: European Online Alternative Finance Market Volumes 2013 - 2017 in Euro Billions. Fonti: CCAF (2019), SHIFTING PARADIGMS - THE 4TH EUROPEAN ALTERNATIVE FINANCE BENCHMARKING REPORT*

Il diagramma a barre in fig. 3 si riferisce al periodo che intercorre tra il 2013 ed il 2017 e prende in considerazione solo il mercato Europeo per cui valgono le considerazioni effettuate in precedenza.

Considereremo in questa sede solo un segmento della finanza alternativa ovvero quello occupato dal *crowdinvesting*<sup>40</sup> e ci occuperemo di analizzarne i volumi di crescita in Europa nel periodo temporale che va dal 2014 al 2017.

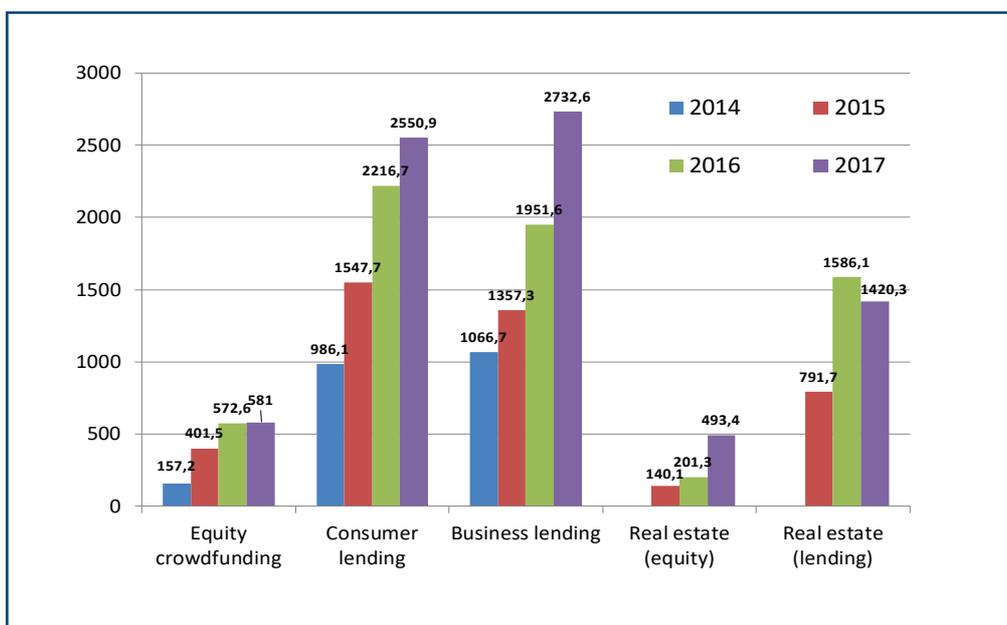


Figura 4 : I volumi del crowdinvesting in Europa dal 2014 al 2017. Valori in € milioni. Fonte: Cambridge Centre for Alternative Finance

Le analisi del *Cambridge Centre for Alternative Finance* mostrano una stima del volume totale raccolto nel 2017 pari a € 7,8 miliardi. In particolare: il volume del *business lending* pari a € 2,7 miliardi; il volume del *consumer lending* pari a € 2,5 miliardi; il *real estate lending* pari a € 1,4 miliardi; il *real estate equity* poco inferiore a € 500 milioni; il volume dell'*equity crowdfunding* appena sopra € 500 milioni. Si ravvisa una crescita volumetrica generale eccetto che per il *real estate lending* in leggero arretramento. La porzione più corposa è occupata dal *business lending* che vede una crescita costante dal 2014. L'*equity-crowdfunding* sembra più o meno mantenersi sui valori registrati nel 2016, non avendo avuto la crescita auspicata nel 2017.

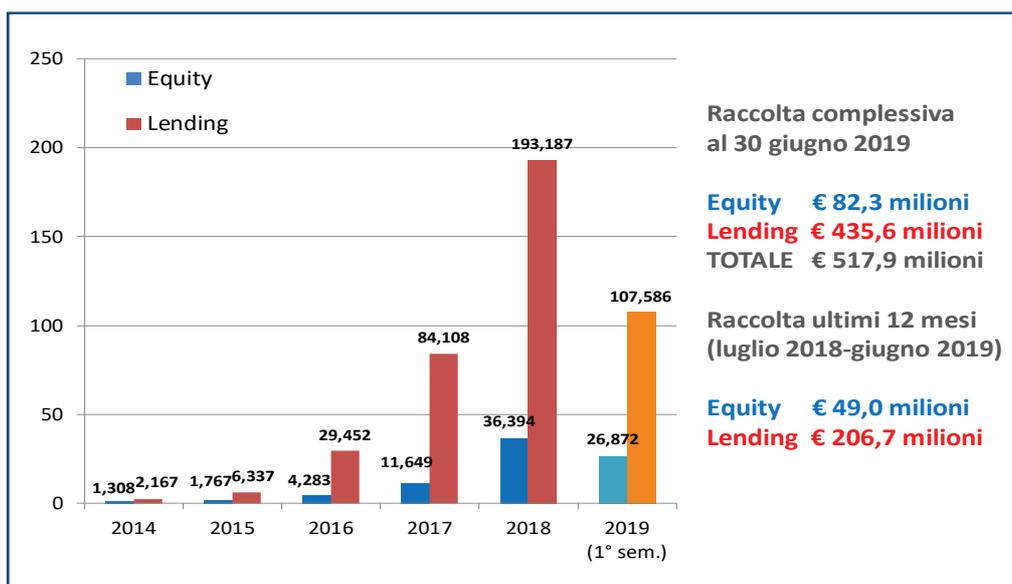
<sup>40</sup> Nella sua bipartizione tradizionale avendo riguardo anche al real estate.

Di seguito invece analizzeremo la situazione nei principali stati Europei (UK, Germania, Francia e separatamente Italia) sempre nell'arco temporale che va dal 2014 al 2017.

	Regno Unito	Germania	Francia
<i>Equity crowdfunding</i>	£ 333 milioni	€ 20 milioni	€ 48 milioni
<i>Consumer lending</i>	£ 1.043 milioni	€ 325 milioni	€ 293 milioni
<i>Business lending</i>	£ 2.039 milioni	€ 71 milioni	€ 88 milioni
<i>Real estate (equity)</i>	£ 211 milioni	€ 127 milioni	€ 67 milioni
<i>Real estate (lending)</i>	£ 1.218 milioni	n.d.	n.d.

Figura 5 : Volume di raccolta del crowdfunding nel 2017: confronto fra Regno Unito, Germania e Francia. Fonte: Cambridge Centre for Alternative Finance

Il primato per volumi complessivi conseguiti è del Regno Unito con un forte contributo dato dal *lending crowdfunding*, specialmente il *business lending*. Francia e Germania realizzano complessivamente volumi tendenzialmente simili, anche qui il maggior apporto viene offerto dalla tipologia *lending crowdfunding* ed in particolare dal *consumer lending*, diversamente da quanto accade in Regno Unito.



*Figura 6: Il flusso di raccolta delle campagne di equity e lending crowdfunding in Italia. Dati in € milioni.*

I dati sopra riportati riguardano il volume complessivo di affari del *crowdinvesting* in Italia. Nel primo semestre del 2019 si registra un volume pari a € 82,3 milioni per l'*equity crowdfunding* e € 435,6 milioni per il *lending*; con una raccolta negli ultimi 12 mesi per l'*equity* pari al 48% in più rispetto a quanto raccolto nel periodo precedente e al 56% in più rispetto al volume registrato l'anno precedente per il *lending*. Possiamo quindi affermare che le risorse mobilitate dal *crowdinvesting* italiano hanno superato il mezzo miliardo di euro. La crescita tendenziale per i primi sei mesi del 2019 vede un flusso di raccolta pari all' 89% in più rispetto al primo semestre dell'anno precedente per l'*equity* e al 14% in più per il *lending*.<sup>41</sup>

## 1.6 Criticità

A questo punto si rende opportuno analizzare i principali rischi che presenta questa particolare modalità di finanziamento, tenendo presente che le maggiori criticità si rinvencono, in ragione delle loro caratteristiche, nei modelli *equity* e *lending*.

### 1.6.1 Rischi per gli investitori

Gli strumenti offerti dalle piattaforme di *equity crowdfunding* si caratterizzano per la loro illiquidità, ossia la difficoltà con cui si può procedere allo smobilizzo dell'investimento entro tempi brevi ed ad un prezzo equo.<sup>42</sup> Ciò costituisce un rischio per gli investitori da non sottovalutare poiché in assenza di un mercato secondario deputato allo scambio di quote o azioni emesse tramite *equity crowdfunding*, l'investitore che decidesse di smobilizzare l'investimento sarebbe costretto ad avviare autonomamente una ricerca al fine di individuare un soggetto potenzialmente interessato all'acquisto e procedere mediante trattative private. E'

---

<sup>41</sup> OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP & FINANCE, 2019, p. 9 ss

<sup>42</sup> LERRO, 2014, p. 137 ss

opportuno segnalare che i diversi Stati Europei si stanno muovendo in tale direzione mediante l'introduzione di canali di agevolazione che consentano lo smobilizzo dell'investimento effettuato. Ad esempio, l'Italia ha recentemente introdotto<sup>43</sup> una cd. *bacheca web*, distinta dal portale attraverso cui vengono promosse le offerte primarie, in cui vengono esposte le manifestazioni di interesse alla compravendita di quote o azioni di società che abbiano completato con successo una campagna di crowdfunding, i potenziali acquirenti potranno agevolmente individuare uno o più venditori e vice versa, salvo poi procedere mediante trattativa privata<sup>44</sup>. Ma lo sviluppo di bacheche *web* non può considerarsi un fenomeno meramente nazionale, difatti come evidenziato dall'ESMA, un modello simile è stato implementato anche in altri Stati Membri dell'Unione Europea.<sup>45</sup>

Diverso è l'approccio degli Stati Uniti, come vedremo nel Capitolo II, in cui è previsto un vero e proprio limite legale al trasferimento di quote tale per cui sarà precluso cederle prima che siano trascorsi 12 mesi<sup>46</sup>. La *ratio* risiede nell'esigenza di impedire speculazioni su un ipotetico progetto imprenditoriale e quindi di vietare l'acquisto di quote al solo scopo di rivenderle nel breve termine, dopo averne artificiosamente fatto crescere il valore<sup>47</sup>. Pericolo in parte arginato dal legislatore Italiano mediante la previsione di benefici fiscali legati alla detenzione delle partecipazioni acquistate per un certo periodo di tempo<sup>48</sup>.

Il *rischio di perdita dell'intero capitale investito* è un'ulteriore ipotesi di rischi in cui incorre l'investitore. Le rischiosità è connaturata nelle partecipazioni societarie poiché, in caso di liquidazione, fallimento o ammissione a procedure concorsuali, esse saranno rifondibili solo posteriormente rispetto ai creditori sociali, solo se e nella misura in cui dovessero residuare ulteriori fondi.<sup>49</sup> Nondimeno il loro

---

<sup>43</sup> CONSOB, 2019.

<sup>44</sup> CONSOB, 2019.

<sup>45</sup> CONSOB, 2019.

<sup>46</sup> LERRO, 2014, p. 137 ss

<sup>47</sup> LERRO, 2014, p. 137 ss

<sup>48</sup> VIGANÒ, 2018, p. 97 ss

<sup>49</sup> VIGANÒ, 2018, p. 97 ss

rendimento è strettamente collegato all'andamento della gestione durante l'esercizio sociale, dunque altamente variabile ed aleatorio. Ciò è ancor più evidente nell'*equity crowdfunding* dato che le società che vi fanno ricorso sono generalmente rappresentate da *start up* (innovative e non) e PMI, di cui le prime caratterizzate da un tasso di fallimento che si aggira intorno al 50%<sup>50</sup>. Si tratta ad ogni modo di società che si presuppone essere fortemente carenti dal punto di vista patrimoniale, per cui il rischio di perdita dell'intero capitale è cospicuo e merita forte attenzione. Diverse sono le soluzioni proposte dai vari ordinamenti al fine di arginare questa minaccia e spaziano dalla previsione di limiti quantitativi di investimento per persona ovvero limiti soggettivi legati allo *status* dell'investitore e/o alla sua situazione reddituale, o ancora la previsione di strumenti volti a verificare l'adeguatezza e/o l'appropriatezza dell'investimento rispetto al profilo del singolo investitore.

Ulteriore ipotesi di rischio è strettamente connessa alla remunerazione dei soci che può ottenersi mediante eventuali plusvalenze a seguito della rivendita delle partecipazioni cd. *capital gain* e/o attraverso l'incasso dei *dividendi* potenzialmente distribuibili a seguito dell'approvazione del bilancio d'esercizio<sup>51</sup>. In relazione ai dividendi è ragionevole aspettarsi che nei primi anni di vita una società difficilmente sia in grado di generare utili o quantomeno la tendenza è quella di reinvestirli nell'oggetto sociale al fine di incrementare il valore delle partecipazioni.<sup>52</sup> In Italia è addirittura previsto un *divieto di distribuzione degli utili* fintanto che perdura il carattere dell'innovatività. Per cui detto tipo di investimento mal si concilia con l'esigenza da parte dell'investitore di ottenere subito una remunerazione sul capitale investito.

Altra criticità è rinvenibile nel cd. *effetto di diluizione* della propria partecipazione nella società qualora intenda effettuare un ulteriore aumento di capitale a pagamento mediante portali. Questo perché in caso di mancata attribuzione dei cd.

---

<sup>50</sup> LERRO, 2014, p. 134 ss

<sup>51</sup> VIGANÒ, 2018, p. 94 ss

<sup>52</sup> FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, 2019, p. 11 ss.

diritti di opzione ovvero mancato esercizio degli stessi (ove conferiti) l'investitore iniziale è esposto appunto ad una diluizione della propria partecipazione: una riduzione in termini percentuali del suo valore e di conseguenza di eventuali diritti di voto e utili.

Inoltre meritano di essere menzionati i rischi connessi all'asimmetria informativa che caratterizza il rapporto tra investitori e piattaforme, che potrebbe in qualche modo spingere l'investitore a porre in essere un investimento inadeguato. Per tale ragione sono previsti specifici obblighi di *disclosure* in capo ai portali ed alle stesse società che intendano ricorrere al finanziamento, la cui pervasività varia in base ai diversi ordinamenti nazionali.

Da ultimo, l'utilizzo di internet per raccogliere capitali di rischio tramite portali espone gli investitori ad iniziative illecite, aumentando il rischio di incappare in vere e proprie truffe<sup>53</sup>.

Le principali tipologie di rischio di cui sopra, rinvenibili specialmente nei confronti degli investitori cd. *retail*, sono calmierate grazie alla predisposizione di un set di tutele quali ad es. l'intervento di investitori istituzionali o obblighi di valutazione societaria cd. *due diligence*, l'eventuale presenza di meccanismi di *exit*, l'obbligo di registrazione dei portali, oltrechè quelle già menzionate in precedenza<sup>54</sup>. Tuttavia si avrà modo di approfondire la questione nel capitolo II.

#### 1.6.2 Rischi per le imprese richiedenti finanziamenti

Uno dei principali rischi cui soggiace l'impresa che richiede i finanziamenti trova la sua genesi nell'obbligo loro imposto *ex lege* circa la pubblicazione di informazioni strumentali al progetto, in alcuni casi anche piuttosto rilevanti nella misura cui comportano la descrizione (seppur sommaria) del patrimonio intellettuale dell'azienda. Il rischio sistemico risiede proprio nella possibilità di appropriarsi di eventuali diritti di proprietà intellettuale e potrebbe essere arginato

---

<sup>53</sup> CONSOB.it sez. Investor education

<sup>54</sup> FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI, 2019, p. 15 ss.

*in primis* facendo ricorso agli strumenti predisposti da ciascun ordinamento nazionale in merito alla tutela del diritto d'autore. Tale soluzione oltre che comportare costi alquanto significativi non risulta però sufficiente.

Ulteriore ipotesi di rischi correlati alla divulgazione di informazioni risiede nella perdita di potere contrattuale nei confronti dei potenziali fornitori<sup>55</sup>. Questo perché le informazioni divulgate contenute nel *business plan* hanno quale oggetto anche i piani strategici dell'azienda, con puntuale descrizione degli obiettivi e delle azioni programmate per raggiungerli. Potrebbero dunque verificarsi comportamenti opportunistici da parte di eventuali fornitori, oltreché la possibilità di subire eventuali azioni di contrasto da parte delle imprese concorrenti volte ad ottenere un vantaggio competitivo.

Inoltre l'esposizione pubblica potrebbe determinare un *danno reputazionale* in capo al promotore della campagna in caso di insuccesso della stessa e perciò pregiudicare anche iniziative future.

Ulteriore inconveniente risiede nei costi da sopportare per la realizzazione della campagna di *equity crowdfunding*. Sebbene l'ultima ricerca in merito non sia troppo recente<sup>56</sup> è ad ogni modo indicativa a proposito di onerosità degli adempimenti ivi necessari. Tali costi attengono sostanzialmente alla redazione di *business plan*, adempimenti legali e societari quali esemplificando predisposizione di prospetti informativi, delibera di aumento di capitale sociale e le relative modifiche dello Statuto, compensi alla piattaforma o ancora adempimenti legati ad una efficace comunicazione ed *investor relation* post raccolta. In termini monetari i suddetti costi possono ammontare a cifre considerevoli e ciò può dipendere da molte variabili, una su tutte il ricorso a consulenti esterni esperti che determinerebbe il sostenimento di costi aggiuntivi.

Infine le società potrebbero vedersi limitare il potere di attribuire diritti speciali ai potenziali investitori, che se conferiti assicurano la presenza di investitori

---

<sup>55</sup> AGRAWAL, CATALINI e GOLDFARB, 2013, p. 16 ss.

<sup>56</sup> CROWD ADVISORS ed EDI BEEZ, 2016.

istituzionali quali ad es. *business angels* o *venture capitalists*. Una tale limitazione dunque ridurrebbe le opportunità di finanziamento dell'impresa essendo la loro presenza in alcuni ordinamenti necessaria *ex lege* e allo stesso tempo incide sulla reputazione dell'azienda aumentandone la visibilità per cui consentirebbe di attirare investimenti anche da investitori non qualificati.

## 1.7 Vantaggi

### 1.7.1 Vantaggi per le imprese richiedenti finanziamenti

Innanzitutto, come evidenziato nei precedenti paragrafi, il ricorso al crowdfunding contribuisce a colmare il cd. *financial gap* mediante il ricorso a forme di finanziamento, alternative a quelle tradizionali, caratterizzate da una maggiore accessibilità e costi di transazione relativamente inferiori. L'utilizzo di Internet e dei *social network* consentirebbe di abbattere le barriere territoriali determinando un sostanziale ampliamento della platea di investitori potenzialmente interessati a finanziare il progetto.

L'effetto che genera è quello di crescita reputazionale della società dovuta ad una forte visibilità dell'iniziativa imprenditoriale tale da poter costruire un principio di clientela ancor prima di operare effettivamente sul mercato, rivelandosi così un potente strumento di *marketing*. Inoltre, la partecipazione della *community* consentirebbe all'impresa di attingere da fonti esterne le *conoscenze e competenze* ulteriori relativamente al prodotto, al mercato e alla strategia da implementare, così da ridurre o non incrementare i costi relativi alla struttura organizzativa e l'incertezza che da sempre caratterizza le aziende neofite oltreché stimolare ed accrescere l'innovazione, la ricerca e lo sviluppo<sup>57</sup>.

---

<sup>57</sup> VIGANÒ, 2018, p. 34 ss

### 1.7.2 Vantaggi per gli investitori

In relazione agli investitori un primo vantaggio risiede nella possibilità di decidere in maniera diretta come investire il proprio denaro. Questa forma di finanziamento genererà altresì un maggiore senso di coinvolgimento nel progetto dato anche dalla possibilità di instaurare un contatto più diretto con gli imprenditori.<sup>58</sup>

Ma i principali vantaggi per gli investitori hanno a che fare con il ritorno che, come anticipato, può essere finanziario e/o morale. In particolare l'investimento in *equity based crowdfunding* consente all'investitore di ottenere una partecipazione in una società e i relativi diritti patrimoniali e amministrativi. Ciò si traduce nell'opportunità di ottenere dei rendimenti futuri, tanto maggiori se l'investimento ha quale oggetto quote di *start up*, caratterizzate da un elevato rischio di fallimento. Inoltre, la possibilità di investire piccole somme di denaro comporterebbe una riduzione del rischio di perdite rilevanti poiché consentirebbe di diversificare l'investimento. Da ultimo, alcuni ordinamenti nazionali possono prevedere delle agevolazioni fiscali per gli investitori in crowdfunding, specie per coloro che investono in capitale di rischio.

---

<sup>58</sup> Commissione EU, 2014,

## CAPITOLO II

### Regolamentazione UE e profili comparatistici

#### 2.1 *Disciplina europea: introduzione*

La crescente attenzione normativa nei confronti del *crowdfunding* è anche frutto di una forte politica di integrazione che affonda le sue radici nel piano d'azione, emanato dalla Commissione europea nel 2015<sup>59</sup>, per la creazione di un Mercato Unico dei Capitali. La sua realizzazione presuppone l'adozione di diverse misure a sostegno dell'economia reale e che possano: accrescere la competitività delle imprese europee (soprattutto PMI) a livello mondiale, favorire lo sviluppo di canali alternativi di finanziamento rispetto al credito bancario, eliminare gli ostacoli alla circolazione di capitali ed agli investimenti transfrontalieri, garantire una maggiore tutela degli investitori e maggiore stabilità del sistema finanziario europeo<sup>60</sup>. Ciò si traduce in un intenso processo di armonizzazione che negli ultimi anni ha caratterizzato la produzione normativa europea in vista della creazione di un quadro normativo unico suscettibile di applicazione uniforme in tutti gli Stati Membri dell'Unione Europea.

Tuttavia, sebbene la presenza di discipline fortemente armonizzate ne consenta astrattamente l'applicazione omogenea nei vari Stati, il rischio di *free riding* da parte degli ordinamenti nazionali è ancora molto elevato e non è totalmente scongiurato nemmeno dalla tendenza a sostituire l'emanazione di Direttive europee con Regolamenti direttamente vincolanti<sup>61</sup>.

---

<sup>59</sup> Commissione EU, 2015,

<sup>60</sup> SICLARI, 2016, p. 482 ss.

<sup>61</sup> SICLARI, 2016, p. 482 ss.

Ciò è molto evidente specie in tema di *crowdfunding*, cui si aggiunge anche un ulteriore problema: l'assenza di una regolamentazione specifica. Invero, le disposizioni UE potenzialmente applicabili in materia sono molteplici<sup>62</sup> e dipendono sostanzialmente tanto dalla discrezionalità normativa lasciata alle autorità nazionali quanto dalla qualificazione giuridica del fenomeno e dalle interpretazioni divergenti delle nozioni comunitarie<sup>63</sup>.

In un'ottica comparatistica è infatti possibile individuare casi di qualificazione del *crowdfunding* come (i) servizio di investimento e/o offerta al pubblico con conseguente applicabilità delle disposizioni comunitarie; (ii) come servizio di investimento ma esentato dall'applicazione della disciplina MiFID oppure (iii) come attività finanziaria non riservata ad imprese di investimento o banche, assoggettata alla normativa nazionale dei diversi Stati Membri<sup>64</sup>.

### 2.1.2 Regolamento Prospetto

A partire dal 21 Luglio 2019 è entrato in vigore il Regolamento (UE) n. 2017/1129<sup>65</sup> del Parlamento europeo e del Consiglio che abroga e sostituisce la Direttiva n. 2003/71/CE così come integrata e modificata da ulteriori interventi normativi. Il 14 marzo 2019 il suddetto regolamento è stato integrato dal Regolamento Delegato n. 2019/980 (UE) della Commissione che abroga il regolamento (CE) n. 809/2004 della Commissione e dal Regolamento Delegato n. 2019/979 della Commissione che abroga i Regolamenti Delegati (UE) n. 382/2014 e (UE) 2016/301<sup>66</sup>. Ne risulta un quadro normativo particolarmente complesso di cui procederemo ad elencare i principali punti chiave e le novità introdotte rispetto alla legislazione previgente.

---

<sup>62</sup> Di cui Direttive nn. 2000/31/EC sul commercio elettronico, 2011/83 sui diritti dei consumatori e 2002/65 su commercializzazione a distanza di servizi finanziari, 2007/64 sui servizi di pagamento.

<sup>63</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 305

<sup>64</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 305 ss.

<sup>65</sup> Di seguito definito "Regolamento Prospetto"

<sup>66</sup> Di seguito rispettivamente definiti come Primo Regolamento Delegato e Secondo Regolamento Delegato.

Il Regolamento impone all'emittente, in caso di offerta pubblica di titoli o anche definiti strumenti finanziari<sup>67</sup>, la pubblicazione di prospetto informativo predisposto secondo gli schemi europei contenente le informazioni necessarie, in forma facilmente analizzabile, affinché l'investitore possa valutare i rischi connessi all'investimento<sup>68</sup>. Il prospetto<sup>69</sup> in questione gioca un ruolo fondamentale nella tutela dell'investitore assottigliando notevolmente le asimmetrie informative tra questi e gli emittenti. Tuttavia il procedimento, che culmina con la sua approvazione da parte dell'European Security Market Authority (ESMA – autorità di vigilanza dei mercati europea), comporta degli esborsi monetari a dir poco gravosi, nonché tempistiche molto lunghe. Questo potrebbe scoraggiare PMI e start-up innovative dall'offrire i loro titoli al pubblico e conseguentemente negare l'essenza stessa dell'Unione del Mercato di capitali insita nella facilitazione all'accesso alle fonti di finanziamento. Di qui la previsione di esenzioni dall'obbligo di redazione del prospetto e ulteriori semplificazioni tali da consentire una riduzione significativa dei costi ad esso legati.

Con riferimento alle esenzioni è previsto che il suddetto Regolamento non trovi applicazione relativamente alle offerte aventi un controvalore complessivo negli ultimi 12 mesi inferiore a 1 milione di euro, in contrapposizione al limite di 100.000 euro fissato dalla precedente direttiva<sup>70</sup>. Ancora, ciascuno Stato Membro può prevedere un meccanismo di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del

---

<sup>67</sup> Ai sensi dell'art. 2 l. d) Reg. Prospetto si intende per offerta al pubblico di titoli "ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e degli strumenti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acqui- stare o di sottoscrivere tali strumenti finanziari"

<sup>68</sup> Art. 6 par. 1 Reg. Prospetto: "Fatti salvi l'articolo 14, paragrafo 2, e l'articolo 18, paragrafo 1, il prospetto contiene le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa:

a) della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti;

b) dei diritti connessi ai titoli; e

c) delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente."

<sup>69</sup> Id est: documento legale che descrive l'area di attività di un'azienda, le sue finanze e la struttura delle quote societarie.

<sup>70</sup> Art. 1 par 3 Reg. Prospetto "Fatti salvi il secondo comma del presente paragrafo e l'articolo 4, il presente regolamento non si applica a un'offerta pubblica di titoli per un corrispettivo totale nell'Unione inferiore a 1 000 000 EUR, calcolato su un periodo di 12 mesi [...]"

prospetto per le offerte di ammontare compreso tra 1 e 8 milioni di euro, alzando la soglia precedentemente prevista dalla direttiva di 5 milioni di euro<sup>71</sup>.

L'ulteriore ipotesi di esenzione dalla pubblicazione del prospetto si ha nel caso in cui l'offerta sia rivolta esclusivamente ad investitori qualificati ovvero a investitori diversi da quelli qualificati in numero inferiore a 150 o che abbia un valore unitario pari a 100.000 euro<sup>72</sup>.

Il Regolamento Prospetto all'art 15 introduce la possibilità, salve le limitazioni soggettive di cui diremo in seguito, di redigere un prospetto semplificato in formato standard cd. Prospetto UE della crescita<sup>73</sup>. Le informazioni da divulgare, sebbene ridotte, sono significative e pertinenti ai rischi specifici di investimento che caratterizzano queste operazioni quando emittenti siano soggetti di piccole dimensioni.

Questa possibilità viene offerta esclusivamente a soggetti che non abbiano titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato ed in particolare: (i) PMI così come definite nella direttiva UE n. 2014/65<sup>74</sup>; (ii) Emittenti diversi dalle PMI che abbiano una capitalizzazione media inferiore a 500.000.000 euro sulla base delle quotazioni di fine anno degli ultimi tre esercizi, i cui titoli sono o saranno negoziati in un mercato di crescita per le PMI; (iii) Altri emittenti che durante l'esercizio precedente non abbiano avuto in media più di 499 dipendenti le cui offerte al pubblico di titoli abbiano un corrispettivo totale nell'UE non superiore a

---

<sup>71</sup> Art. 3 par. 2 l. b) Reg. Prospetto

*“Fatto salvo l'articolo 4, uno Stato membro può decidere di esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto di cui al paragrafo 1, a condizione che:*

*a) [..]*

*b) il corrispettivo totale di ciascuna offerta nell'Unione sia inferiore a un importo monetario calcolato su un periodo di 12 mesi che non superi 8 000 000 EUR.”*

<sup>72</sup> Per approfondimenti si rinvia Art. 1 par. 4 Reg. Prospetto

<sup>73</sup> Il prospetto UE della crescita è composto da una nota di sintesi specifica, uno specifico documento di registrazione e una specifica nota informativa sui titoli così come stabilito dall'art. 15 Reg. UE n. 2017/1129. Il presente Regolamento rinvia al Primo e al Secondo regolamento delegato per specificare il contenuto ridotto, il formato e la sequenza standardizzati del prospetto UE della crescita nonché della nota di sintesi.

<sup>74</sup> Ai sensi dell'art. 4 punto 13) MiFID II si intende per «piccola o media impresa»: un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 000 000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili;

20.000.000 euro calcolati su base annuale; (iv) offerenti di titoli emessi dalle prime due categorie di soggetti.<sup>75</sup>

### 2.1.3 MiFID / MiFID II / MiFIR

La Direttiva 2004/39/CE in materia di mercati degli strumenti finanziari (MiFID I) è stata in parte rifusa nella Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) ed in parte sostituita dal Regolamento UE n. 600/2014 (MiFIR)<sup>76</sup>. Insieme i due strumenti dovrebbero costituire il quadro giuridico che disciplina i requisiti applicabili alle imprese di investimento, ai mercati regolamentati, ai prestatori di servizi di comunicazione dei dati e alle imprese di paesi terzi che effettuano servizi o attività di investimento nell'Unione. Le piattaforme di *crowdfunding* potrebbero effettuare operazioni che coinvolgono strumenti finanziari<sup>77</sup> e per tanto svolgere servizi di

---

<sup>75</sup> Art. 15 par. 1 Reg. Prospetto

<sup>76</sup> GAFFURI e BELLEGGIA, 2019, p. 5 ss.

<sup>77</sup> Elencati alla sezione B Allegato I MiFID II:

*Valori mobiliari; Strumenti del mercato monetario; Quote di un organismo di investimento collettivo; Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», accordi per scambi futuri di tassi di interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, quote di emissioni o altri strumenti finanziari derivati, indici finanziari o misure finanziarie che possono essere regolati con consegna fisica del sottostante o attraverso il pagamento di differenziali in contanti; Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci quando l'esecuzione deve avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti oppure possa avvenire in contanti a discrezione di una delle parti (per motivi diversi dall'inadempimento o da un altro evento che determini la risoluzione); Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che possono essere regolati con consegna fisica purché negoziati su un mercato regolamentato, un sistema multilaterale di negoziazione o un sistema organizzato di negoziazione, eccettuati i prodotti energetici all'ingrosso negoziati in un sistema organizzato di negoziazione che devono essere regolati con consegna fisica; Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine («forward») ed altri contratti su strumenti derivati connessi a merci che non possano essere eseguiti in modi diversi da quelli citati al punto 6 della presente sezione e non abbiano scopi commerciali, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati; Strumenti finanziari derivati per il trasferimento del rischio di credito; Contratti finanziari differenziali; Contratti di opzione, contratti finanziari a termine standardizzati («future»), «swap», contratti a termine sui tassi d'interesse e altri contratti su strumenti derivati connessi a variabili climatiche, tariffe di trasporto, tassi di inflazione o altre statistiche economiche ufficiali, quando l'esecuzione debba avvenire attraverso il pagamento di differenziali in contanti o possa avvenire in tal modo a discrezione di una delle parti (invece che in caso di inadempimento o di altro evento che determini la risoluzione del contratto), nonché altri contratti su strumenti derivati connessi a beni, diritti, obblighi, indici e misure, non altrimenti citati nella presente sezione, aventi le caratteristiche di altri strumenti finanziari derivati, considerando, tra l'altro, se sono negoziati su un mercato regolamentato, un sistema organizzato di negoziazione o un sistema multilaterale di negoziazione; Quote di emissioni che consistono di qualsiasi unità riconosciuta conforme ai requisiti della direttiva 2003/87/CE (sistema per lo scambio di emissioni).*

investimento<sup>78</sup> in maniera professionale nei confronti del pubblico<sup>79</sup>. In tal caso potrebbero essere assoggettate alle prescrizioni contenute nella presente Direttiva e sarà dunque necessario ottenere una specifica autorizzazione ai fini della loro qualificazione come imprese di investimento<sup>80</sup>. Tale autorizzazione non è richiesta<sup>81</sup> nel caso in cui la piattaforma svolga soli servizi accessori<sup>82</sup>, quando questi non siano offerti congiuntamente a servizi di investimento.

Invero, potrebbero presentarsi tre possibili scenari:

1. Se gli strumenti offerti dalla piattaforma rientrano nella lista degli strumenti finanziari è necessario ottenere il cd. passaporto MiFID. A tal fine, le piattaforme autorizzate possono effettuare servizi di investimento regolamentati nei rispettivi paesi di origine e in altri paesi dell'UE conformemente al cosiddetto principio dell'autorizzazione unica. Tuttavia, le rigorose limitazioni associate ai requisiti patrimoniali<sup>83</sup> e stringenti obblighi informativi rendono lo strumento troppo oneroso in termini di *compliance*.

---

<sup>78</sup>Elencati alla sezione A Allegato I – MiFID II:

- 1) Ricezione e trasmissione di ordini riguardanti uno o più strumenti finanziari.
- 2) Esecuzione di ordini per conto dei clienti.
- 3) Negoziazione per conto proprio.
- 4) Gestione di portafogli.
- 5) Consulenza in materia di investimenti.
- 6) Assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile.
- 7) Collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile.
- 8) Gestione di sistemi multilaterali di negoziazione.
- 9) Gestione di sistemi organizzati di negoziazione.

<sup>79</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 313

<sup>80</sup> L'art. 5 MiFID II dispone che *“la prestazione di servizi e/o l'esercizio di attività di investimento come occupazione o attività abituale a titolo professionale sia soggetta ad autorizzazione preventiva [...] dall'autorità competente dello Stato membro d'origine”*.

<sup>81</sup> Art. 6 par. 1 della MiFID II

<sup>82</sup> La sezione B dell'allegato 1 della MiFID II include tra i servizi accessori *la custodia ed amministrazione di strumenti finanziari per conto dei clienti, la concessione di crediti o prestiti agli investitori per consentire loro di effettuare una transazione relativa ad uno o più strumenti finanziari, nella quale interviene l'impresa che concede il credito o il prestito, il servizio di cambio, i servizi connessi con l'assunzione a fermo, consulenza alle imprese in materia di struttura del capitale, di strategia industriale e di questioni connesse nonché consulenza e servizi concernenti le concentrazioni e l'acquisto di imprese; [...] ricerca in materia di investimenti e analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti le operazioni relative a strumenti finanziari.*

<sup>83</sup> Le imprese di investimento che svolgano i servizi di cui alla MiFID devono detenere un capitale iniziale pari a 730.000 euro ex art. 28 par 2 MiFID II, a meno che non sia applicabile l'art. 29: *“È richiesto un capitale iniziale di 125 000 EUR per le imprese di investimento che non trattino strumenti finanziari per conto proprio e non si impegnino irrevocabilmente all'acquisto di strumenti finanziari, ma che detengano fondi o titoli dei clienti e che offrano uno o più dei seguenti servizi:*

2. Nel caso in cui, ai sensi dell' articolo 3 MiFID II, gli strumenti offerti dalla piattaforma rientrano nella lista degli strumenti finanziari e (i) il servizio offerto sia limitato alla ricezione e trasmissione degli ordini in valori mobiliari e quote di organismi d'investimento collettivo e/o attività di consulenza in materia di investimenti relativa a tali strumenti finanziari oppure (ii) le piattaforme non siano autorizzate a detenere fondi o titoli appartenenti ai clienti; i paesi dell'UE hanno la facoltà di non applicare la direttiva. In tal modo sarà possibile ottenere la relativa autorizzazione secondo la normativa nazionale a condizione però che questa comprenda condizioni “analoghe” ad alcune disposizioni MiFID II<sup>84</sup>. A coloro che beneficiano della suddetta esenzione sarà preclusa la possibilità di effettuare servizi di investimento fuori dallo Stato membro d'origine senza aver ottenuto una previa autorizzazione dallo Stato “ospitante”.

3. In alcuni Stati Membri le piattaforme tendono ad offrire prodotti non qualificati come strumenti finanziari in base alle disposizioni della MiFID II<sup>85</sup>. In tal caso viene esclusa l'applicabilità della disciplina in questione e tendenzialmente anche la disciplina sul prospetto, l'eventuale autorizzazione dovrà essere ottenuta in base al regime nazionale pertinente<sup>86</sup>.

---

*a) la raccolta e la trasmissione degli ordini degli investitori su strumenti finanziari,*

*b) l'esecuzione degli ordini degli investitori su strumenti finanziari,*

*c) la gestione di portafogli individuali di investimento in strumenti finanziari.*

*Le autorità competenti possono autorizzare imprese di investimento che eseguono ordini degli investitori su strumenti finanziari a detenere detti strumenti in proprio a condizione che:*

*a) siffatte posizioni derivino esclusivamente dall'impossibilità dell'impresa di garantire la copertura esatta dell'ordine ricevuto,*

*b) il valore totale di mercato di tali posizioni non superi il 15 % del capitale iniziale dell'impresa,*

*c) l'impresa soddisfi i requisiti stabiliti agli articoli da 92 a 95 e alla parte quattro del regolamento (UE) n. 575/2013;*

*d) siffatte posizioni siano occasionali e provvisorie nonché rigorosamente limitate al tempo necessario per effettuare l'operazione in questione.*

*3. Gli Stati membri hanno facoltà di ridurre l'importo di cui al paragrafo 1 a 50 000 EUR qualora l'impresa non sia autorizzata a detenere denaro o titoli della clientela, né a trattare per conto proprio, né ad impegnarsi irrevocabilmente all'acquisto di titoli.*

*4. La detenzione di posizioni fuori portafoglio di negoziazione in strumenti finanziari a scopo di investimento di fondi propri non è considerata attività di negoziazione per conto proprio relativamente ai servizi di cui al paragrafo 1 o ai fini del paragrafo 3.*

<sup>84</sup> Art. 3 par. 2 MiFID II

<sup>85</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 321

<sup>86</sup> CHERVYAKOV e ROCHOLL, 2019, p.

Particolare rilevanza assumono le disposizioni relative alla classificazione dei potenziali clienti/investitori sia in virtù del principio di graduazione della tutela ad essi assicurata, sia ai fini dell'applicazione del Regolamento Prospetti.

Sul punto, la direttiva ne individua tre tipologie ed associa a ciascuna categoria un livello di tutela graduato in funzione della loro conoscenza e competenza in ambito finanziario:

1. clienti professionali pubblici o privati cd. controparti qualificate : possiedono l'esperienza, le conoscenze e la competenza necessarie per prendere le decisioni in materia di investimenti e valutare concretamente i rischi che assumono, l'allegato I parte I alla direttiva ne fornisce un elenco esaustivo<sup>87</sup>.
2. clienti che su richiesta possono essere trattati come professionali: coloro i quali non rientrano nella categoria di cui sopra possono richiedere di acquisire lo status di investitore professionale a patto che siano rispettati criteri<sup>88</sup> e procedure contenuti nell'allegato I parte II.
3. clienti al dettaglio: vengono individuati per esclusione. Sono coloro che non appartengono a nessuna delle due categorie menzionate, non posseggono specifiche competenze in materia di investimenti e hanno necessità di un livello di

---

<sup>87</sup> Si intendono inclusi nell'elenco sottostante tutti i soggetti autorizzati che svolgono le attività caratteristiche dei soggetti menzionati, che si tratti di soggetti autorizzati da uno Stato membro a norma di una direttiva europea, di soggetti autorizzati o regolamentati da uno Stato membro senza riferimento ad una direttiva europea o di soggetti autorizzati o regolamentati da un paese terzo: a) enti creditizi; b) imprese di investimento; c) altri istituti finanziari autorizzati o regolamentati; d) imprese di assicurazione;

e) organismi di investimento collettivo e società di gestione di tali organismi; f) fondi pensione e società di gestione di tali fondi; g) negozianti per conto proprio di merci e strumenti derivati su merci; h) singoli membri di una borsa; i) altri investitori istituzionali;

2) le imprese di grandi dimensioni che ottemperano, a livello di singola società, ad almeno due dei seguenti criteri dimensionali:— totale di bilancio: EUR 20 000 000 — fatturato netto: EUR 40 000 000 — fondi propri: EUR 2 000 000.

3) i governi nazionali e regionali, compresi gli enti pubblici incaricati della gestione del debito pubblico a livello nazionale o regionale, le banche centrali, le istituzioni internazionali e sovranazionali come la Banca mondiale, l'FMI, la BCE, la BEI e altre organizzazioni internazionali analoghe;

4) altri investitori istituzionali la cui attività principale è investire in strumenti finanziari, compresi gli enti dediti alla cartolarizzazione di attivi o altre operazioni finanziarie.

<sup>88</sup> — il cliente ha effettuato operazioni di dimensioni significative sul mercato in questione con una frequenza media di 10 operazioni al trimestre nei quattro trimestri precedenti;

— il valore del portafoglio di strumenti finanziari del cliente, inclusi i depositi in contante e gli strumenti finanziari, supera 500 000 EUR;

— il cliente lavora o ha lavorato nel settore finanziario per almeno un anno in una posizione professionale che presupponga la conoscenza delle operazioni o dei servizi previsti.

protezione massimo. Nei loro confronti si applicano tutte le regole a tutela degli investitori previste dalla direttiva MiFID.

La classificazione della clientela congiuntamente alla tipologia di servizi prestati giocano un ruolo fondamentale nell'individuazione degli obblighi informativi<sup>89</sup> reciproci e obblighi generali di condotta<sup>90</sup> posti in capo alle imprese di investimento a tutela della loro clientela, essendo per lo appunto modulati sulla base di queste variabili. Tra gli obblighi di condotta risultano di particolare rilevanza quelli da osservare al momento in cui avviene la prestazione di servizi ovvero le regole di *valutazione di adeguatezza e appropriatezza* degli strumenti finanziari e dei servizi richiesti ed *execution only*<sup>91</sup>. Quanto poc' anzi evidenziato può essere sintetizzato come segue:

- Qualora l'impresa di investimento effettui servizi di gestione di portafogli e consulenza in materia di investimenti (servizi ad alto valore aggiunto) sarà tenuta ad ottenere e ad aggiornare tutte le informazioni necessarie relativamente alle competenze del cliente o potenziale tale in materia di investimenti, alla sua situazione finanziaria e ai suoi obiettivi di investimento, alla capacità di sostenere eventuali perdite nonché alla sua tolleranza al rischio. In tal modo sarà possibile effettuare raccomandazioni circa i servizi di investimento e gli strumenti finanziari più adeguati rispetto al profilo del singolo cliente o potenziale tale.<sup>92</sup> Nel caso in cui la valutazione sull'adeguatezza fallisca, l'intermediario sarà tenuto ad astenersi dal compiere l'operazione. Si evince un massimo grado di tutela del cliente/investitore.

---

<sup>89</sup> si fa riferimento: (i) alle informazioni che devono essere fornite al cliente relativamente all'impresa di investimento, gli strumenti finanziari e le strategie di investimento proposte, le sedi di esecuzione e tutti i costi ed oneri relativi. Tali informazioni devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e possono essere più o meno accurate a seconda della tipologia di clientela cui sono rivolte; (ii) alle informazioni che devono essere fornite dai clienti alle imprese di investimento, il cui contenuto e la relativa procedura di acquisizione varia in funzione della classificazione della clientela e dei servizi prestati.

<sup>90</sup> Di cui esemplificando: (i) Best execution: correttezza, diligenza e professionalità per servire al meglio l'interesse del cliente; (ii) adozione di misure volte alla risoluzione di eventuali conflitti di interesse

<sup>91</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 315

<sup>92</sup> Art. 25 par. 2 MiFID II

- In caso di prestazione di servizi diversi<sup>93</sup> da quelli sopra, l'impresa di investimento sarà tenuta ad ottenere dal cliente o potenziale tale tutte le informazioni relativamente alle competenze in materia di investimenti al fine di valutare l'appropriatezza del servizio o prodotto di investimento rispetto al profilo del cliente o potenziale tale.<sup>94</sup> Da come si evince il grado di conoscenza del cliente non è così approfondita come nel caso precedente e ciò si giustifica sulla base del fatto che non è lo stesso intermediario a "raccomandare" le operazioni da svolgere ma è proprio il cliente a richiederle specificamente. In tal caso l'impresa di investimento sarà tenuta a formulare un mero giudizio sull'appropriatezza dell'operazione rispetto al profilo del cliente. Il livello di tutela del cliente/investitore è certamente minore rispetto al caso precedente: se il giudizio sull'appropriatezza dovesse essere negativo non è previsto un obbligo di astensione, l'operazione potrà essere effettuata previa avvertenza al cliente.
- Infine è previsto che per i servizi di investimento che consistono unicamente nell'esecuzione o nella ricezione e trasmissione di ordini del cliente con o senza servizi accessori<sup>95</sup> l'impresa di investimento potrà astenersi dalle determinazioni inerenti l'adeguatezza o l'appropriatezza e dunque dalla raccolta di informazioni. Ciò è possibile fintanto che siano rispettate alcune condizioni: si tratti di strumenti finanziari non complessi, siano state adottate *policy* adeguate in materia di conflitti di interesse da parte dell'impresa di investimento, il servizio venga prestato su iniziativa del cliente ma soprattutto che egli sia stato previamente informato della minor tutela che tale regime offre.

Le disposizioni sin ora considerate attengono principalmente alla tutela dell'investitore non professionale cd. *retail*. L'impresa di investimento che presti,

---

<sup>93</sup> servizi di negoziazione per conto proprio, di esecuzione di ordini per conto dei clienti, ricezione e trasmissione ordini, assunzione a fermo di strumenti finanziari e/o collocamento di strumenti finanziari sulla base di un impegno irrevocabile, collocamento di strumenti finanziari senza impegno irrevocabile.

<sup>94</sup> Art 25 par. 3 MiFID II

<sup>95</sup> Art. 25 par. 4 MiFID II

nei confronti di clienti qualificati come professionali, i servizi di (i) esecuzione di ordini per conto dei clienti, e/o (ii) negoziazione per conto proprio e/o (iii) ricezione e trasmissione di ordini, può determinare o concludere operazioni senza essere tenuto all'osservanza degli obblighi di condotta di cui sopra<sup>96</sup>. La *ratio* di questa previsione risiede nel fatto che in presenza di investitori professionali l'intermediario ha ben ragione di presumere che essi abbiano il livello necessario di esperienze e di conoscenze per comprendere i rischi connessi all'investimento e che siano finanziariamente in grado di sopportare eventuali perdite.

#### 2.1.4 PSD II / CRD IV / CRR

Le piattaforme potrebbero raccogliere i fondi mediante pagamenti in forma elettronica da parte degli investitori e detenerli sino alla conclusione della raccolta, salvo poi trasferirli alla società proponente o restituirli agli investitori in caso di fallimento della campagna<sup>97</sup>. In tal caso sarebbero applicabili più direttive: la Direttiva 2015/2366/UE (Directive on Payment Services II – PSD II); la Direttiva 2013/36/UE (Directive On Capital Requirement IV – CRD IV) ed il Regolamento 575/2013/UE (Regulation on Capital Requirements – CRR).

In particolare la PSD II si applica nel caso in cui la piattaforma esegua la raccolta e il trasferimento di fondi e dunque entri in possesso delle somme di denaro<sup>98</sup>, configurandosi le suddette attività come servizi di pagamento<sup>99</sup>. Per poter operare

---

<sup>96</sup> Art. 30 par. 1 MiFID

<sup>97</sup> GABISON, 2015, p. 377 ss.

<sup>98</sup> All' art. 3 par 1 l. j) della PSD II, è prevista una specifica esclusione dall'ambito applicativo della presente direttiva *ai servizi forniti da prestatori di servizi tecnici, che supportano la prestazione dei servizi di pagamento, senza mai entrare in possesso dei fondi da trasferire, compresi l'elaborazione e la registrazione di dati, i servizi fiduciari e di protezione della riservatezza, l'autenticazione dei dati e delle entità, la fornitura di reti informatiche e di comunicazione, la fornitura e la manutenzione di terminali e dispositivi utilizzati per i servizi di pagamento ad esclusione dei servizi di disposizione di ordine di pagamento e dei servizi di informazione sui conti;*

<sup>99</sup> Allegato I della PSD II ne fornisce un'elencazione:

1. Servizi che permettono di depositare il 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.

in questo senso bisognerà richiedere una specifica autorizzazione ed ottenere così la qualifica di istituto di pagamento.

L' autorizzazione viene rilasciata dall' autorità competente dello Stato Membro d' origine ed è necessaria al fine di garantire il rispetto dei requisiti prudenziali proporzionati ai rischi operativi e finanziari cui sono esposti tali organismi nel corso della loro attività<sup>100</sup>. I requisiti in questione sono più modesti rispetto a quelli posti in capo agli enti creditizi, in relazione al fatto che essi esercitano attività specializzate e limitate<sup>101</sup>. Ciò risulta evidente in tema di capitale iniziale che deve essere detenuto dagli istituti di pagamento all' atto dell' autorizzazione, il cui ammontare viene modulato sulla base dei servizi di pagamento offerti<sup>102</sup>.

La CRD IV disciplina l' accesso alle attività di raccolta di depositi di istituti di credito ed imprese di investimento.

Invero la direttiva in questione risulta applicabile sia nel caso in cui l' attività della piattaforma si sostanzia nel raccogliere depositi o altri fondi rimborsabili dal

---

*3. Esecuzione di operazioni di pagamento, incluso il trasferimento di fondi, su un conto di pagamento presso il prestatore di servizi di pagamento dell' utente o presso un altro prestatore di servizi di pagamento:*

*a) esecuzione di addebiti diretti, inclusi addebiti diretti una tantum;*  
*b) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento o analogo dispositivo; c) esecuzione di bonifici, inclusi ordini permanenti.*

*4. Esecuzione di operazioni di pagamento quando i fondi rientrano in una linea di credito accordata ad un utente di servizi di pagamento:*

*a) esecuzione di addebiti diretti, inclusi addebiti diretti una tantum;*  
*b) esecuzione di operazioni di pagamento mediante carte di pagamento analogo dispositivo; c) esecuzione di bonifici, inclusi ordini permanenti.*

*5. Emissione di strumenti di pagamento e/o convenzionamento di operazioni di pagamento.*

*6. Rimessa di denaro.*

*7. Servizi di disposizione di ordine di pagamento.*

*8. Servizi di informazione sui conti.*

<sup>100</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 305 ss.

<sup>101</sup> CAROTENUTO ed ANTENUCCI, 2010.

<sup>102</sup> Art. 7 PSD II

*Gli Stati membri richiedono agli istituti di pagamento di detenere, all' atto dell' autorizzazione, un capitale iniziale com-prendente uno o più elementi di cui all' articolo 26, paragrafo 1, lettere da a) a e) del regolamento (UE) n. 575/2013, secondo le modalità seguenti:*

*a) quando l' istituto di pagamento presta solo i servizi di pagamento di cui al punto 6 dell' allegato I, il suo capitale non è mai inferiore a 20 000 EUR;*

*b) quando l' istituto di pagamento presta i servizi di pagamento di cui al punto 7 dell' allegato I, il suo capitale non è mai inferiore a 50 000 EUR; c) quando l' istituto di pagamento presta qualsiasi dei servizi di pagamento di cui ai punti da 1 a 5 dell' allegato I, il suo capitale non è mai inferiore a 125 000 EUR.*

pubblico<sup>103</sup>, sia nel caso in cui elargisca servizi finanziari così come definiti dalla MiFID II: qualificandosi quale istituto di credito o impresa di investimento<sup>104</sup>.

#### 2.1.5 UCITS V / AIMFD / EuVECA / EuSEF

Alcune piattaforme UE di *crowdfunding* impiegano modelli di business riconducibili a forme di gestione collettiva del risparmio<sup>105</sup>. Si tratta di modalità di investimento indiretto in base al quale le risorse messe a disposizione dagli investitori confluiscono in un'unica massa patrimoniale che viene allocata dai gestori della piattaforma<sup>106</sup>. La gestione dei fondi qualificherebbe la piattaforma come organismo di investimento collettivo e sarebbero perciò applicabili quattro diverse discipline, oltre a quelle sin ora menzionate, in relazione al tipo di investimento da realizzare: Direttiva n. 2011/61/EU (Directive on Alternative Investment Fund Managers – AIFMD); Direttiva n. 2009/65/CE (Directive on Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities – UCITS); Regolamento UE n. 345/2013 (Regulation on European Venture Capital – EuVECA) ed il Regolamento UE n. 346/2013 (European Social Entrepreneur – EuSEF).

La Direttiva UCITS mira a regolamentare l'attività dei gestori di organismi di investimento collettivo<sup>107</sup> in valori mobiliari (*fondi comuni di investimento*) definiti quali organismi il cui oggetto esclusivo è l'investimento collettivo dei capitali raccolti presso il pubblico in valori mobiliari o in altre attività finanziarie liquide e il cui funzionamento è soggetto al principio della ripartizione dei rischi<sup>108</sup>.

---

<sup>103</sup> Art. 4 par. 1 CRR

<sup>104</sup> GABISON, 2015, p. 378 ss.

<sup>105</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 317 ss.

<sup>106</sup> Ciò avviene principalmente mediante la costituzione di una special purpose vehicle, le cui quote sono ripartite tra gli investitori, la quale investirà nello specifico progetto.

<sup>107</sup> ESMA has issued guidelines on the definition of an AIF [ESMA/2013/611] which clarify what constitutes a 'collective investment undertaking' [para 12]: these are that the undertaking does not have a general commercial or industrial purpose; that it pools capital from investors with a view to generating a pooled return from assets; and that the unitholders/shareholders have no "day to day discretion or control" over operational matters. In general, these conditions would appear to be met by the vehicles NCAs have seen so far.

<sup>108</sup> art. 2 par. 2 l. a) UCITS

I fondi UCITS genericamente sono fondi aperti che investono principalmente in società quotate, per cui la direttiva troverebbe applicazione nei confronti della piattaforma solo nel caso in cui il modello di business prescelto ricalchi questa tipologia di fondo<sup>109</sup>.

Tuttavia, data la scarsa liquidità dei prodotti offerti dalle piattaforme di crowdfunding<sup>110</sup>, sarebbe opportuno analizzare la Direttiva n. 2011/61/UE (Directive on Alternative Investment Fund Managers - AIFMD) che disciplina l'attività di gestori di fondi di investimento alternativi definiti quali "*organismi di investimento collettivo [...] che raccolgono capitali da una pluralità di investitori al fine di investirli in conformità di una politica di investimento definita a beneficio di tali investitori e non richiedono una autorizzazione ai sensi della Direttiva UCITS*"<sup>111</sup>. La direttiva sarebbe applicabile alle piattaforme qualora adottino modelli di business tali per cui sarebbero assimilabili agli *hedge funds*, *fondi di private equity* e in generale ai fondi non coperti dalla Direttiva UCITS.

La disciplina AIFM stabilisce disposizioni comuni agli stati membri sul regime di autorizzazione<sup>112</sup> e vigilanza dei gestori di fondi alternativi. Questi ultimi sono tenuti al rispetto di numerosi requisiti quanto a banca depositaria, obblighi di condotta, leva finanziaria e requisiti patrimoniali<sup>113</sup>. La direttiva istituisce, inoltre, un passaporto europeo da rilasciare ai fondi che rispettino i regolamenti vigenti in modo che possano operare in tutti i mercati nazionali dell'Unione Europea, con la possibilità di commercializzare i propri prodotti esclusivamente a investitori professionali. Tuttavia sussiste una certa discrezionalità in capo agli stati membri in merito alla possibilità di estenderne l'operatività anche nei confronti di investitori cd. *retail*<sup>114</sup>.

La direttiva in questione, per effetto delle deroghe concepite all'art. 3, non si applica ai gestori di fondi di limitate dimensioni, in particolare a quelli che hanno

---

<sup>109</sup> GABISON, 2015, p. 379 ss.

<sup>110</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 319

<sup>111</sup> Art. 4 par 1 l. a) AIFMD

<sup>112</sup> Art. 7 AIFM

<sup>113</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 319

<sup>114</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 319

assets under management (AUM) inferiori ai €100.000.000 o, ad alcune condizioni, inferiori a €500.000.000. Dunque viene meno la possibilità di utilizzare il relativo passaporto e di conseguenza i gestori di tali fondi dovranno attenersi alla disciplina nazionale<sup>115</sup>.

Per le piattaforme assimilabili ad organismi di investimento collettivo che investano principalmente in piccole e medie imprese (i) non quotate su mercati regolamentati o MTF (ii) imprese sociali, potrebbero trovare applicazione il regolamento EuVECA ed EuSEF. Anche qui la commercializzazione dei prodotti offerti dai suddetti fondi è limitata ai soli investitori professionali.

## 2.2 Italia

### 2.2.1 Quadro normativo attuale

La base normativa dell'equity crowdfunding in Italia è rappresentata dal D.L. 179/2012 comunemente noto come Decreto Crescita 2.0 o Decreto Sviluppo bis convertito nella Legge 221/2012<sup>116</sup>. Con questi interventi normativi il Legislatore nazionale si proponeva l'obiettivo di *“favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l'occupazione, in particolare giovanile [...] , contribuire allo sviluppo di nuova cultura imprenditoriale, alla creazione di un contesto maggiormente favorevole all'innovazione, così come a promuovere maggiore mobilità sociale e ad attrarre in Italia talenti, imprese innovative e capitali dall'estero”*<sup>117</sup>,

La disciplina di riferimento è stata successivamente modificata dal D.L. 3/2015 cd. Investment Compact, dalla L. 232/2016 c.d. legge di Bilancio 2017 , dal D.L. 50/2017, dal D.L. 129/2017 e da ultimo dalla L. 145/2019 cd. Legge di Bilancio 2019.

---

<sup>115</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 320

<sup>116</sup> Artt. 25-32 D.L. 179/2012 sezione IX “Misure per la nascita e lo sviluppo di Start-up innovative”

<sup>117</sup> Art. 25 comma 1 D.L. 179/2012

La primigenia disciplina demanda poi alla Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB) il compito di definire modalità operative specifiche<sup>118</sup>, la quale ha provveduto con l' emanazione di un *Regolamento sulla Raccolta di capitali tramite portali on-line*<sup>119</sup> adottato con delega CONSOB n. 18592 del 26/06/2013 e successivamente modificato con delibere n. 19520 del 24/02/2016, n. 20204 del 29/11/2017, n. 20264 del 17/01/2018 e n. 21110 del 10/10/2019.

La normativa nazionale è completata dalle disposizioni contenute nel Testo Unico della Finanza (TUF) così come modificato<sup>120</sup> dall'art. 30 del Decreto Crescita 2.0.

### 2.2.2 Emittenti

Inizialmente l'accesso all'equity crowdfunding era consentito alle sole *start up innovative* così come definite all'art. 25 comma 2 del Decreto Crescita 2.0. Può acquisire lo status di *start up* innovativa “*la società' di capitali, costituita anche in forma cooperativa, di diritto italiano ovvero una Societas Europaea residente in Italia [...] le cui azioni o quote rappresentative del capitale sociale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione*”<sup>121</sup> il cui oggetto sociale deve concernere lo svolgimento di attività, quali la produzione, lo sviluppo e la commercializzazione di prodotti e servizi innovativi ad elevato valore tecnologico<sup>122</sup>. La società deve essere costituita<sup>123</sup> da non più di 48 mesi<sup>124</sup> e deve avere la sede principale dei propri interessi in Italia<sup>125</sup>.

---

<sup>118</sup> DE LUCA, 2017, p. 164 ss

<sup>119</sup> Titolo sostituito dapprima con delibera n. 19520 del 24/02/2016 e poi con delibera n. 21110 del 10/10/2019. Comunemente definito *Regolamento Crowdfunding*

<sup>120</sup> Vengono aggiunti:

All'art.1 del TUF i commi 5 novies e decies recanti la definizione di *piattaforme di raccolta di capitali e start up innovative*.

L'art. 50 quinquies TUF sulla *gestione dei portali per la raccolta di capitali*

L'art. 100 ter TUF sulle *IPO*

L'art. 190 comma 1 TUF sulle sanzioni agli intermediari viene modificato includendo *le piattaforme online*

<sup>121</sup> Art. 25 comma 2 D.L. 179/2012

<sup>122</sup> Art. 25 comma 2 l. f) D.L. 179/2012

<sup>123</sup> Il D.L. 76/2013 art.9 comma 16 ha abrogato l'obbligo che la maggioranza delle quote, azioni e diritti di voto fosse detenuta da persone fisiche al momento della costituzione e per i successivi 24 mesi.

<sup>124</sup> Art. 25 comma 2 l. b) D.L. 179/2012

<sup>125</sup> Art. 25 comma 2 l. c) D.L. 179/2012

Per le suddette società è poi previsto un divieto di distribuzione degli utili passati e futuri<sup>126</sup> e il valore della produzione annua a partire dal secondo anno di attività non deve essere superiore a 5.000.000 euro<sup>127</sup>.

Deve poi rispettare almeno uno tra i seguenti requisiti ai fini dell'ottenimento del carattere di innovatività<sup>128</sup>:

1) almeno due terzi dei dipendenti deve essere in possesso di una laurea magistrale ovvero almeno un terzo di essi deve essere in possesso o in procinto di ottenere un titolo di dottorato di ricerca ovvero deve essere in possesso di una laurea che abbia svolto per almeno tre anni attività di ricerca certificata presso istituti di ricerca pubblici o privati, italiani o all'estero<sup>129</sup>;

2) le spese in ricerca e sviluppo sono uguali o superiori al 15%<sup>130</sup> del maggiore valore fra costo e valore totale della produzione della start-up innovativa.<sup>131</sup>

3) essere titolari o depositari o licenziatari di almeno una privativa industriale relativa a una invenzione industriale, biotecnologica, a una nuova varietà vegetale ovvero a software, purché tali privative siano direttamente afferenti all'oggetto sociale e all'attività d'impresa<sup>132</sup>.

Il D.L. 3/2015 ed ulteriori interventi normativi estendono la nozione di offerente sino a ricomprendere la nuova categoria delle *PMI innovative*<sup>133</sup>, gli organismi di investimento collettivo del risparmio (*OICR*), le società di capitali che investono prevalentemente in startup innovative e in PMI innovative, le *startup turismo*<sup>134</sup>.

---

<sup>126</sup> Art. 25 comma 2 l. e) D.L. 179/2012

<sup>127</sup> Art. 25 comma 2 l. d) D.L. 179/2012 “*così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio*”

<sup>128</sup> La normativa che detta le condizioni affinché una start up possa essere considerata innovativa è stata fortemente criticata da in ragione della sua formulazione alquanto generica. Inoltre secondo l'autore le spese sostenute in ricerca e sviluppo sono facilmente eludibili dall'imprenditore; il possesso di una privativa non implica necessariamente lo svolgimento di una attività attinente alla stessa; l'oggetto sociale è difficilmente valutabile in concreto.

<sup>129</sup> Art. 25 comma 2 l. h) D.L. 179/2012

<sup>130</sup> Il D.L. 75/2013 ha ridotto la soglia di incidenza minima dal 20% al 15%.

<sup>131</sup> Sono escluse dal computo per le spese in ricerca e sviluppo le spese per l'acquisto e la locazione di beni immobili.

<sup>132</sup> LERRO, 2014, p. 57

<sup>133</sup> vale a dire tutte le Piccole e Medie Imprese che operano nel campo dell'innovazione tecnologica, a prescindere dalla data di costituzione e dalla formulazione dell'oggetto sociale.

<sup>134</sup> previste dall'articolo 11-bis del D.L. 83/2014. Sono considerate start up innovative nel caso in cui “*abbiano come oggetto sociale la promozione dell'offerta turistica nazionale attraverso l'uso di tecnologie e lo sviluppo di software originali, in particolare, agendo attraverso la predisposizione di*

In particolare sono considerate PMI le imprese, costituite in forma di società di capitali o cooperativa<sup>135</sup>, che impiegano meno di 250 persone e il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro e/o il cui totale di bilancio non supera i 43 milioni di euro<sup>136</sup>.

Sono escluse le società di nuova costituzione essendo previsto che esse siano in possesso della certificazione dell'ultimo bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato redatto da un revisore contabile (o da una società di revisione) iscritto nel registro dei revisori contabili<sup>137</sup>. Ancora le società non devono essere in possesso di azioni quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione<sup>138</sup> e non abbiano acquisito in precedenza la qualifica di start-up innovativa<sup>139</sup>. Devono, inoltre, possedere almeno due dei tre requisiti dettati per le start-up innovative ai fini dell'ottenimento del carattere dell'innovatività<sup>140</sup>.

---

*servizi rivolti alle imprese turistiche. Tali servizi devono riguardare la formazione del titolare e del personale dipendente, la costituzione e l'associazione di imprese turistiche e culturali, strutture museali, agenzie di viaggio al dettaglio, uffici turistici di informazione e accoglienza per il turista e tour operator di autotrasporto, in modo tale da aumentare qualitativa- mente e quantitativamente le occasioni di permanenza nel territorio; l'offerta di servizi centralizzati di prenotazione in qualsiasi forma, compresi sistemi telematici e banche di dati in convenzione con agenzie di viaggio o tour operator, la raccolta, l'organizzazione, la razionalizzazione nonché l'elaborazione statistica dei dati relativi al movimento turistico; l'elaborazione e lo sviluppo di applicazioni web che consentano di mettere in relazione aspetti turistici culturali e di intrattenimento nel territorio non- che ' lo svolgimento di attività conoscitive, promozionali e di commercializzazione dell'offerta turistica nazionale, in forma di servizi di incoming ovvero di accoglienza di turisti nel territorio di intervento, studiando e attivando anche nuovi canali di distribuzione"*

<sup>135</sup> art. 4 comma 1 l. a) D.L. 3/2015 che "hanno la residenza in Italia ai sensi dell'articolo 73 del testo unico delle imposte sui redditi, approvato con decreto del Presidente della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, e successive modificazioni, o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in uno degli Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'accordo sullo spazio economico europeo, purché abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia";

<sup>136</sup> La definizione di cui all'art. 4 D.L. 3/2015 riprende quella dell'articolo 2, paragrafo 1, lettera (f), primo alinea, del regolamento (UE) 2017/1129

<sup>137</sup> Art. 4 comma 1 l. b) D.L. 3/2015

<sup>138</sup> Art. 4 comma 1 l. c) D.L. 3/2015

<sup>139</sup> Art. 4 comma 1 l. d) D.L. 3/2015 "l'assenza di iscrizione al registro speciale previsto all'articolo 25, comma 8, del decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179, convertito, con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221"

<sup>140</sup> L'art. 4 comma 1 l. e) prevede però valori percentuali meno elevati rispetto a quelli previsti per le start-up innovative. La spesa in ricerca e sviluppo richiesta per le PMI innovative è del 3%; un quinto è il numero di dipendenti titolari di un dottorato di ricerca; il possesso di una laurea magistrale è richiesta solo per un terzo dei dipendenti.

Con la Legge di Stabilità 2017<sup>141</sup> è stata nuovamente ampliata la platea di emittenti a tutte le *PMI* prive del requisito di innovatività e successivamente anche alle *imprese sociali*<sup>142</sup>.

Da ultimo la Legge di Bilancio 2019<sup>143</sup> con la modifica dell' art. 1 comma 5 *novies* TUF ha introdotto tra le attività esercitabili tramite portali di equity crowdfunding, in una diversa sezione rispetto a quella in cui si svolge la raccolta di capitale di rischio, anche quella della “raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o di strumenti finanziari di debito da parte delle *PMI*”. Previsione destinata ad impattare sulla definizione di investitori che potranno investire nei titoli di debito, così come vedremo nel paragrafo che segue.

### 2.2.2 Investitori

La norma primaria di riferimento nell'individuazione della tipologia di investitori è l'art. 100 *ter* del TUF da cui implicitamente si ricavano due categorie di investitori: professionali e non professionali.

L'art. 24 del Regolamento Crowdfunding (CONSOB) recante *Condizioni relative alle offerte sul portale* impone al comma 2 come condizione di ammissibilità dell'offerta sul portale che una quota pari almeno al 5% degli strumenti finanziari offerti sia sottoscritta alternativamente da investitori professionali<sup>144</sup>, fondazioni bancarie, incubatori certificati di start up innovative, investitori a supporto di piccole e medie imprese<sup>145</sup>. Ai sensi del comma 2 *ter* del suddetto articolo la soglia

---

<sup>141</sup> Legge 232/2016

<sup>142</sup> Art. 1, comma 5-duodecies così come modificato da l'art. 18, comma 8 del D.Lgs. 112/2017

<sup>143</sup> art. 1 comma 236 della L. 145/2018

<sup>144</sup> Ai sensi dell'art. 2 comma 1 l. j) del Regolamento Crowdfunding si intende per “*investitori professionali* : i clienti professionali privati di diritto e i clienti professionali privati su richiesta, individuati nell'Allegato 3, rispettivamente ai punti I e II, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 20307 del 15 febbraio 2018 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta individuati rispettivamente dagli articoli 2 e 3 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell'economia e delle finanze” cui si rimanda.

<sup>145</sup> Ai sensi dell'art. 24 comma 2 del Regolamento Crowdfunding si intende per “*investitori a supporto di piccole e medie imprese*” colui i quali detengono un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore a 500 000 euro. In possesso dei requisiti di onorabilità previsti all'art.8 comma 1 e di almeno uno dei seguenti requisiti:

del 5% è ridotta al 3% per le offerte effettuate da piccole e medie imprese in possesso della certificazione del bilancio e dell'eventuale bilancio consolidato, relativi agli ultimi due esercizi precedenti l'offerta<sup>146</sup>. Le condizioni di cui sopra operano solo in caso di offerte aventi ad oggetto azioni o quote rappresentative del capitale sociale. La *ratio* che si cela dietro l'obbligo di prevedere queste particolari categorie di investitori cd. *Anchor Investor* è quella di fornire agli investitori *retail*<sup>147</sup> un soggetto qualificato che sia in grado di valutare il progetto, effettuando la cd. *Due diligence*.

L'esigenza di assicurare la presenza di *Anchor Investor* non sussiste nel caso in cui le offerte abbiano ad oggetto obbligazioni. Infatti nei casi di cui all'art. 2412 commi 1, 3 e 5 cc.<sup>148</sup>, la sottoscrizione è *ex ante* riservata<sup>149</sup> a investitori professionali, fondazioni bancarie, incubatori certificati di start up innovative, investitori a supporto di piccole e medie imprese ma anche ad una ulteriore categoria di investitori non professionali<sup>150</sup>. Di qui la creazione di una categoria "intermedia" investitori ulteriore rispetto a quelle previste dalla disciplina MiFID II.

Lo stesso art. 24 al comma 1 detta poi una serie di tutele in favore degli investitori non professionali che abbiano acquistato o sottoscritto azioni o quote

---

*i) aver effettuato, nell'ultimo biennio, almeno tre investimenti nel capitale sociale o a titolo di finanziamento soci in piccole e medie imprese, ciascuno dei quali per un importo almeno pari a quindicimila euro;*

*ii) aver ricoperto, per almeno dodici mesi, la carica di amministratore esecutivo in piccole e medie imprese diverse dalla società offerente.*

<sup>146</sup> Così come modificato dalla con Delibera n. 20264 del 17/1/2018.

<sup>147</sup> Id est : investitori non professionali

<sup>148</sup> La sottoscrizione di titoli di debito e di obbligazioni, nei casi di cui all'art. 2412 comma 2 rimane invece riservata agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale in coerenza con la normativa civilistica.

<sup>149</sup> Art. 24 comma 2 quater del Regolamento Crowdfunding modificato con delibera .. in attuazione della delega contenuta all'art. 100 ter comma 1 ter del TUF. Il comma 1 ter è stato introdotto dalla Legge di Bilancio 2019 art. 1 comma 238.

<sup>150</sup> Ai sensi dell'art. 24 comma 2 quater

*"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."*

rappresentative del capitale sociale offerti tramite portale: lo statuto o l'atto costitutivo delle società che intendano ricorrere all'*equity crowdfunding* devono prevedere obbligatoriamente il *diritto di recesso* e il *diritto di co-vendita* delle proprie partecipazioni (cd. Tag Along<sup>151</sup>). Si tratta di meccanismi di *exit* esperibili essenzialmente in caso di trasferimento del pacchetto di controllo a terzi. Tali presidi si ritengono non applicabili in caso di offerte aventi ad oggetto obbligazioni in quanto l'investitore che le sottoscrive viene influenzato in misura nettamente inferiore dal mutamento degli assetti di controllo rispetto a chi investe in partecipazioni.

Ulteriore disposizione a presidio degli investitori non professionali è contenuta all'art. 25 comma 2 del Regolamento Crowdfunding e si sostanzia nel *diritto di revoca dell'adesione all'offerta*, esercitabile nei sette giorni che intercorrono tra il momento dell'adesione e quello in cui l'offerta si perfeziona, solo se sopraggiungano fatti o venga rilevato un errore materiale relativo alle informazioni esposte sul portale tali da influenzare la decisione di investimento. E' assicurato anche il *diritto di recedere dall'ordine di adesione* nel medesimo arco temporale stabilito per la revoca, esercitabile anche in assenza di sopravvenienze.

Le disposizioni di cui sopra si applicano anche nei confronti della 'nuova' categoria di investitori poiché oltre a non essere qualificabili come professionali, hanno requisiti patrimoniali, di competenza e di esperienza ridotti rispetto ai soggetti compresi nell'art. 24 comma 2 del Regolamento Crowdfunding.

Gli investitori non professionali<sup>152</sup>, prima di poter aderire alle offerte presentate sul portale devono effettuare un "*percorso di investimento consapevole*"<sup>153</sup>: devono cioè dimostrare, tramite la compilazione di un questionario online<sup>154</sup>, di aver preso visione delle informazioni di *investor education*<sup>155</sup> contenute in una

---

<sup>151</sup> Tali diritti sono riconosciuti per 3 anni dalla data di conclusione della campagna di equity crowdfunding. Per le sole start-up innovative i tre anni decorrono dal momento in cui perdono il carattere dell'innovatività. Sul punto si veda VIGANÒ, 2018.

<sup>152</sup> Inclusi gli investitori previsti dalla 'nuova categoria'

<sup>153</sup> CONSOB.it sez. Investor Education

<sup>154</sup> Laddove i gestori dei portali scelgano di effettuare direttamente la valutazione di appropriatezza ai sensi dell'art 13 comma 5 bis.

<sup>155</sup> Previste dall'art. 14 comma 1 l. k) del Regolamento Crowdfunding

apposita sezione del sito Consob, di aver compreso le caratteristiche essenziali e i rischi principali connessi all'investimento e dichiarare di essere in grado di sostenere l'intera perdita dell'investimento che intendono effettuare<sup>156</sup>.

### 2.2.3 Piattaforme

Ai sensi dell'art 1 comma 5 *novies* del TUF per "portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali" si intende una piattaforma on line che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle piccole e medie imprese, [...] delle imprese sociali e degli organismi di investimento collettivo del risparmio o di altre società che investono prevalentemente in piccole e medie imprese nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese". Dove per facilitazione della raccolta si intende l'attività di intermediazione tra offerente ed investitore svolta dalla piattaforma<sup>157</sup> mediante il servizio di ricezione e trasmissione degli ordini.

Come stabilito nell'art. 50 *quinquies* del TUF l'esercizio professionale di gestione dei portali è consentito oltretutto agli intermediari finanziari tradizionali autorizzati da CONSOB o Banca d'Italia<sup>158</sup> cd. *Gestori di diritto*, anche a società di capitali iscritte in un apposito registro tenuto dalla Consob<sup>159</sup> cd. *Gestori speciali*<sup>160</sup>.

---

<sup>156</sup> Ai sensi dell'art. 15 comma 2 del Regolamento Crowdfunding.

<sup>157</sup> DE LUCA, 2017, p. 164 ss

<sup>158</sup> Art. 18 TUF

<sup>159</sup> Ai sensi del comma 3 art. 18 TUF "L'iscrizione nel registro di cui al comma 2 è subordinata al ricorrere dei seguenti requisiti: a) forma di società per azioni, di società in accomandita per azioni, di società a responsabilità limitata o di società cooperativa; b) sede legale e amministrativa o, per i soggetti comunitari, stabile organizzazione nel territorio della Repubblica; c) oggetto sociale conforme con quanto previsto dal comma; d) possesso da parte di coloro che detengono il controllo e dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo dei requisiti di onorabilità stabiliti dalla Consob; e) possesso da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo, di requisiti di professionalità stabiliti dalla Consob; e-bis) adesione a un sistema di indennizzo a tutela degli investitori o stipula di un'assicurazione di responsabilità professionale che garantisca una protezione equivalente alla clientela, secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento.

<sup>160</sup> a condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche, Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalla banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori.

Questi ultimi possono gestire autonomamente investimenti di importi inferiori alla soglia di rilevanza fissata a 500 euro per le persone fisiche, 5.000 per le persone giuridiche, mentre la soglia fissata su base annuale è rispettivamente di 1.000 e 10.000 euro. Il superamento della soglia di rilevanza impone la necessaria cooperazione degli intermediari finanziari tradizionali cui devono essere trasmessi gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale affinché vengano eseguiti. Di fatto ai gestori speciali è vietato detenere somme di denaro o strumenti finanziari per conto di terzi che confluiranno in un conto indisponibile destinato all'offerente acceso presso intermediari tradizionali.

A tutela degli investitori è stato reso obbligatorio per i gestori dei portali, ai fini dell'iscrizione nel registro CONSOB, l'adesione ad un sistema di indennizzo previsto dall'art. 59 del TUF. In alternativa possono stipulare un'assicurazione a copertura della responsabilità per i danni derivanti al cliente dall'esercizio dell'attività professionale che preveda per ciascuna richiesta di indennizzo una copertura di 20.000 euro e una copertura di 1 milione di euro per il totale delle richieste di indennizzo qualora i gestori effettuino autonomamente la valutazione di appropriatezza, di 500 000 euro in caso contrario<sup>161</sup>.

Il Legislatore nazionale prevede l'esenzione dall'obbligo di pubblicazione del Prospetto informativo per le offerte di ammontare non superiore a 8 000 000<sup>162</sup>, in linea con la soglia massima stabilita dal Regolamento Prospetti. In capo ai gestori dei portali è tuttavia imposto l'obbligo di pubblicare in maniera dettagliata, chiara, corretta, non fuorviante e senza omissioni tutte le informazioni sull'offerta, fornite dall'offerente mediante la redazione del cd. Documento informativo per l'investitore<sup>163</sup>. Sebbene entrambe le documentazioni rispondano alla medesima *ratio*, le informazioni contenute in quest'ultimo non sono sottoposte ad

---

<sup>161</sup> Art. 7 bis del Regolamento Crowdfunding

<sup>162</sup> ESMA, 2019

<sup>163</sup> Previsto dall'art. 16 comma 1 Regolamento Crowdfunding e contenuto nell'Allegato 3

approvazione da parte dell'autorità di vigilanza (Consob), ciò semplifica e riduce sensibilmente i costi da sostenere per la stesura di tale documentazione.

## 2.3 Francia

### 2.3.1 Quadro normativo attuale

La base normativa del crowdfunding in Francia è costituita dal *Code Monétaire et Financier* (CMF) così come modificato dalle *Ordonnance* n. 2014-559 del Marzo 2014, *Ordonnance* n. 20165-520 dell' Aprile 2016 e dai *Décret* n. 2014-1053 del Settembre 2014 , *Décret* n. 2016-1453 dell'Ottobre 2016 e dal regolamento generale dell'*Autorité des Marchés Financiers* (AMF), quale autorità preposta alla vigilanza dei mercati finanziari.

### 2.3.2 Emittenti

La normativa non prevede specifiche limitazioni soggettive in relazione alla qualità di offerente. Anche le cd. *SAS* sono oggi ammesse alla pubblicazione di una campagna di *equity crowdfunding* per il tramite delle piattaforme CIP<sup>164</sup>.

### 2.3.3 Piattaforme

Il legislatore francese introduce una nuova categoria di intermediari finanziari, i cd. CIP (*Conseillers en Investissement Participatif*)<sup>165</sup>, che congiuntamente alle imprese di investimento autorizzate alla prestazione del servizio di consulenza (*Prestaire en Services d'investissement – PSI*) possono svolgere attività di consulenza in via professionale per il tramite di Internet, sui soli strumenti individuati *ex lege* dall'AMF <sup>166</sup>. Le piattaforme di *crowdinvesting* per poter operare devono essere persone giuridiche aventi la sede degli affari principali in

---

<sup>164</sup> Salvo le condizioni previste dall'art. L. 227-2-1 del CMF in merito al contenuto dello Statuto.

<sup>165</sup> Plantecompliance.com, 2016.

<sup>166</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 336 ss

Francia e assumere lo status di CIP. Devono inoltre: registrarsi nell'apposito registro degli intermediari finanziari tenuto dall'ORIAS (*Organisme pour le registre unique des intermédiaires en assurance, banque et finance*); essere membri di una associazione accreditata presso l'AMF cui è demandata la funzione di controllo sulle attività poste in essere; sottoscrivere una specifica polizza assicurativa ed essere in possesso di requisiti di professionalità e onorabilità.<sup>167</sup> Le offerte possono avere ad oggetto titoli di capitale (azioni ordinarie e privilegiate) e altri strumenti di debito (obbligazioni ordinarie, obbligazioni convertibili e obbligazioni non negoziabili)<sup>168</sup>. Le offerte eccedenti la soglia di 1 milione fino ad un massimo di 2.5 milioni non possono avere ad oggetto azioni o obbligazioni convertibili che rappresentano più del 50% del capitale sottoscritto<sup>169</sup>. La soglia massima prevista per le offerte di titoli di capitale e debito ai fini dell'esenzione dalla pubblicazione del Prospetto informativo è fissata a 8 milioni su base annuale.<sup>170</sup> Ad ogni modo il legislatore francese pone in capo alle società emittente l'obbligo di mettere a disposizione di eventuali investitori adeguate informazioni<sup>171</sup> sotto forma di mini-prospetto<sup>172</sup>, da non sottoporre ad alcuna approvazione da parte dell'AMF, al fine di comprendere tutti i rischi connessi all'investimento. Ai suddetti intermediari è proibito sottoscrivere o acquistare partecipazioni dalle società emittenti che si sono avvalse dei loro servizi .

---

<sup>167</sup> Review of Crowdfunding Regulation p. 217

<sup>168</sup> DE LUCA, 2017, p. 163

<sup>169</sup> Questa limitazione non si applica alle holding, il quale scopo è detenere e gestire una partecipazione nelle società di progetto, a condizione che la partecipazione non superi il 50% del capitale sociale della società di progetto.

<sup>170</sup> ESMA, 2019

<sup>171</sup> articoli 217-1 e 314-106 del Reg.AMF

<sup>172</sup> Id est documento di 8 pagine il cui contenuto definito dal Reg. AMF

## 2.4 Germania

### 2.4.1 Quadro normativo attuale

La prima regolamentazione sul Crowdfunding in Germania si è avuta solo nel 2015 con la promulgazione del cd. Small Protection Act (*Kleinanlegerschutzgesetz*) che introduce una specifica esenzione dall'obbligo di redazione del Prospetto informativo, contemplato nella sezione 1 della legge sugli investimenti (*VermAnIG*), per determinati prodotti e/o strumenti finanziari offerti tramite le piattaforme di crowdfunding.

### 2.4.2 Piattaforme

Le piattaforme tedesche si qualificano come intermediari nell'offerta al pubblico di strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari<sup>173</sup> e di prodotti che, sino alla riforma del 2015, non venivano neppure considerati "finanziari": prestiti con partecipazione agli utili (*partiarische Nachrangdarlehen*), prestiti subordinati e simili forme di finanziamento<sup>174</sup>. La relativa disciplina è contenuta nel codice di commercio tedesco (*Gewerbeordnung – GewO*) che impone alle suddette piattaforme di richiedere una mera licenza da broker finanziario. Invero esse non sono obbligate, ai sensi della legge bancaria tedesca (*Kreditwesengesetz – KWG*), a richiedere l'autorizzazione ad operare come impresa di investimento presso la BaFIN (l'autorità di vigilanza dei mercati finanziari tedesca) in virtù dell'esenzione prevista dalla stessa legge nei confronti di broker di prodotti e strumenti finanziari diversi dai valori mobiliari, qualora questi non detengano somme di denaro per conto di terzi<sup>175</sup>. L'autorizzazione come impresa di investimento è invece necessaria nel caso in cui non sussistano queste condizioni

---

<sup>173</sup> Si fa riferimento alle partecipazioni in *silent partnerships* ovvero ai diritti di partecipazione agli utili, considerati dalla legge tedesca quali strumenti finanziari ma non valori mobiliari.

<sup>174</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 311

<sup>175</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 311 ss.

ovvero l'attività della piattaforma riguardi l'offerta di valori mobiliari e prodotti finanziari diversi da quelli summenzionati.

#### 2.4.3 Emittenti

L'emittente sarà tenuto alla pubblicazione di un Prospetto informativo completo solo nel caso in cui non si benefici della specifica esenzione. Questa opera solo in presenza di determinate condizioni: (i) l'offerta sia di ammontare non superiore agli 8 milioni di euro<sup>176</sup>; (ii) abbia ad oggetto strumenti finanziari diversi da valori mobiliari, prestiti con partecipazione agli utili, prestiti subordinati e prodotti assimilati; (iii) venga condotta per il tramite di piattaforme che svolgono servizi di consulenza o intermediazione (iv) a condizione che siano rispettati i limiti massimi di 1.000 euro per singolo investimento e 10.000 euro complessivamente per persona fisica, avendo conto del patrimonio netto e del reddito degli investitori. L'esenzione opera anche nel caso in cui l'offerta abbia ad oggetto valori mobiliari o altri strumenti finanziari e sia di ammontare superiore ai 100.000 euro.

#### 2.4.4 Investitori

I soggetti esenti dall'obbligo di pubblicazione del Prospetto sono ad ogni modo tenuti alla redazione e pubblicazione di una scheda informativa sugli investimenti ( *Vermögensanlagen-Informationenblatt* ) destinata ai potenziali investitori. Essa deve contenere tutte le informazioni necessarie sull'offerta e i rischi connessi alla medesima, sull'emittente e sulla piattaforma tale per cui l'investitore possa procedere ad una valutazione complessiva circa l'investimento. Agli investitori è poi assicurato il diritto di pentimento nei 14 giorni che seguono l'adesione.

---

<sup>176</sup> ESMA, 2019

## 2.5 Regno Unito

### 2.5.1 Quadro normativo attuale

L'offerta al pubblico di valori mobiliari tramite piattaforme di *crowdfunding* è considerata dal legislatore britannico alla stregua di un invito a compiere un'attività di investimento (*financial promotion*), per tanto già assoggettata alla disciplina finanziaria britannica contenuta nel *Financial Services and Markets Act* (FSMA) del 2000<sup>177</sup>. Nel 2014 la *Financial Conduct Authority* (FCA) ha proceduto ad adattare la previgente disciplina introducendo disposizioni specifiche applicabili alle piattaforme di *equity based crowdfunding*<sup>178</sup>.

### 2.5.2 Emittenti

Anzitutto l'offerta di titoli mediante *financial promotion* è preclusa a società diverse dalle *public company*<sup>179</sup>. Qualora la sollecitazione all'investimento fosse rivolta ad un pubblico di investitori *retail*, dovrà ricevere la preventiva approvazione da parte di una impresa autorizzata dall'FCA quale autorità preposta alla verifica delle informazioni<sup>180</sup> contenute nel documento di offerta. Sono previste eccezioni al regime appena esposto ove l'invito a compiere attività di investimento sia rivolto ad azionisti della società oppure a investitori sofisticati, professionali e *high net worth*.

### 2.5.3 Investitori

Come anticipato, anche il Regno Unito prevede una classificazione degli investitori che possono aderire all'offerta in via diretta suddividendoli in: (i)

---

<sup>177</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 333 ss.

<sup>178</sup> GABISON, 2015, p. 392 ss.

<sup>179</sup> VIGANÒ, 2018, p. 57 ss.

<sup>180</sup> Esemplicando: accurata descrizione dei dati finanziari, storici e previsionali; obiettivo dell'investimento; struttura organizzativa; principali fattori di rischio.

investitori certificati come sofisticati o *high net worth* ed (ii) investitori *retail* che usufruiscono della consulenza di un soggetto autorizzato oppure che attestino di investire meno del 10% del proprio portafoglio. Nel caso in cui l'investimento da parte dell'investitore *retail* venga effettuato in assenza di un servizio di consulenza da parte di un professionista, le piattaforme dovranno verificare l'appropriatezza dell'investimento.<sup>181</sup>

#### 2.5.4 Piattaforme

I gestori delle piattaforme, al pari dei tradizionali broker dealer, devono ottenere un'apposita licenza da parte della FCA per poter porre in essere attività regolamentate dal FSMA. Tale licenza ha una durata di 6 o 9 mesi e comporta costi di compliance considerevoli: si stima che la procedura abbia un costo totale di circa 150 sterline<sup>182</sup>.

La soglia di esenzione dalla pubblicazione del Prospetto è fissata a 8 milioni di euro nell'arco dei dodici mesi<sup>183</sup>.

## 2.6 USA

### 2.6.1 Quadro normativo attuale

Il legislatore statunitense è stato il primo a disciplinare il fenomeno del crowdfunding attraverso l'implementazione del Jumpstart Our Business Startups Act (JOBS Act) nell'aprile 2012, il cui obiettivo sotteso era quello di facilitare start up e piccole medie imprese nella raccolta di capitali. Solo nell'ottobre 2015 la Securities Exchange Commission (SEC) ha adottato le disposizioni finali per l'attuazione del Titolo III del JOBS Act<sup>184</sup>, recante esclusivamente prescrizioni in tema di crowdfunding. Gli interventi normativi di cui sopra, aggiungendo una

---

<sup>181</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 334

<sup>182</sup> VIGANÒ, 2018, p. 57 ss

<sup>183</sup> ESMA, 2019

<sup>184</sup> SATWOSKI,

nuova sezione 4 (a) (6) al Securities Act del 1933<sup>185</sup>, hanno provveduto a definire specifiche esenzioni alle disposizioni contenute nella sezione 5 del medesimo atto<sup>186</sup>.

## 2.6.2 Emittenti

L'offerta pubblica di vendita o di sottoscrizione di strumenti finanziari<sup>187</sup> può essere effettuata dalla gran parte delle società a condizione che: siano società di diritto statunitensi, non quotate su mercati regolamentati, siano dotate di un *business plan* specifico, non abbiano progetti di fusione o acquisizione con altre società, che abbiano ottemperato alle informative di bilancio obbligatorie nei due anni precedenti l'offerta. Sono ulteriormente escluse determinate società di investimento<sup>188</sup>.

Obblighi informativi sono posti in capo agli emittenti nei confronti della SEC, degli investitori e degli intermediari. Tali informazioni devono essere rese disponibili al pubblico tramite il cd. Form C almeno per i 21 giorni che precedono l'offerta e riguardano principalmente: status legale, dati sulla situazione finanziaria dell'impresa, dati sulla struttura e l'organizzazione, sui funzionari, sui dirigenti e i proprietari che rappresentino almeno il 20% del capitale, business plan, descrizione dell'attività dell'emittente e ulteriori dettagliate informazioni informazioni strettamente collegate all'offerta<sup>189</sup>. E' poi previsto, a seconda dell'entità della raccolta, che le previsioni finanziarie effettuate dalla società e i documenti su cui esse si fondano debbano essere certificate da un revisore dei conti o da una società di revisione<sup>190</sup>.

---

<sup>185</sup> SEC, 2019.

<sup>186</sup> DE LUCA, 2017, p. 161 ss

<sup>187</sup> Si considerano strumenti finanziari le azioni, le obbligazioni, i contratti di investimento ed alcune forme di partecipazione. Dove per contratto di investimento si intende ogni raccolta di denaro che offra esplicitamente o implicitamente agli investitori un potenziale guadagno. La sussunzione del contratto di investimento nella categoria delle securities si effettua sulla base dell'Howey test. (A. Lerro)

<sup>188</sup> 17 CFR 227.503 e 17 CFR 227.100 (b)

<sup>189</sup> SEC, 2019.

<sup>190</sup> 17 CFR 227.201 (t)

Sull'emittente è imposto un obbligo di aggiornamento sulla raccolta nei 5 giorni che susseguono il raggiungimento della soglia del 50% ovvero del 100%. Una volta conclusasi positivamente la raccolta l'emittente sarà tenuto ad aggiornare con cadenza annuale le informazioni contenute nel Form C<sup>191</sup>.

### 2.6.3 Investitori

La legislazione statunitense prevede per ciascun investitore importi massimi di investimento in *equity crowdfunding* in un periodo di 12 mesi. Il limite di investimento viene fissato a \$ 2.200 o in percentuale avendo conto della situazione reddituale dell'investitore: per un reddito annuo inferiore a \$ 107.000<sup>192</sup> l'importo massimo di investimento coincide con il 5% della somma; per redditi superiori a tale cifra l'importo massimo viene fissato al 10%. Si tratta di una forma di tutela per l'investitore tale che l'eventuale perdita possa essere facilmente assorbita<sup>193</sup>.

Non sono previsti meccanismi di exit come contemplati dalla disciplina italiana, è tuttavia consentito a chiunque di recedere dall'adesione all'offerta nei 21 giorni successivi alla data di inizio della campagna.<sup>194</sup> All'investitore è precluso il trasferimento dei titoli acquistati per un anno, a meno che ciò non avvenga nei confronti di investitori professionali, enti autorizzati dalla SEC o familiari.

### 2.6.4 Piattaforme

L'offerta può essere condotta esclusivamente per il tramite di intermediari autorizzati (broker dealer<sup>195</sup>) o un portale registrato presso la SEC (funding portal) e presso la FINRA (Financial Industry Regulation Authority) . Negli USA,

---

<sup>191</sup> SEC, 2019.

<sup>192</sup> 17 CFR 227.100 (a). somma precedentemente fissata a \$ 100.000, è stata poi rettificata a seguito dell'inflazione nel 2017.

<sup>193</sup> SEC, 2019.

<sup>194</sup> LERRO, 2014, p. 46 ss

<sup>195</sup> Cambridge dictionary: "a person or a financial company that acts both as a broker, making investments for customers, and as a dealer making investments for themselves.

diversamente da quanto accade in altri Paesi Europei, alla piattaforma non è consentito erogare servizi accessori: (i) *non presta consulenza o raccomanda acquisti*; (ii) *non sollecita vendite o acquisti e non promuove l'acquisto di titoli presenti sul suo marketplace*; (iii) *non detiene nè gestisce fondi o strumenti finanziari degli investitori*; e (iv) *non svolge attività riservate dalla SEC*.<sup>196</sup>

L'intermediario svolge una funzione di vigilanza nei confronti dell'emittente incentrata sul rispetto degli obblighi informativi ed è tenuto a fornire agli investitori degli strumenti educativi per poter valutare l'offerta nonché informazioni sui rischi correlati alla stessa<sup>197</sup>.

L'ammontare dell'offerta non può essere superiore alla soglia di \$ 1070.000.000 su base annuale. Nel computo bisogna anche considerare il collocamento avvenuto da società controllate dall'emittente nei 12 mesi antecedenti alla data della stimata offerta.<sup>198</sup> Il trasferimento delle somme eventualmente raccolte è subordinato al raggiungimento della soglia prefissata, secondo il modello *All or Nothing*<sup>199</sup>.

---

<sup>196</sup> LERRO, 2014, p. 46 ss

<sup>197</sup> SEC, 2019.

<sup>198</sup> LE MURA, 2019, p. 66 ss

<sup>199</sup> SEC, 2019.

## CAPITOLO III

### **Proposta di Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese (ECSP)**

#### 3.1 *Introduzione*

Nonostante i propositi avanzati nel *Piano d'azione per la creazione di un Mercato Unico dei Capitali* della Commissione europea<sup>200</sup>, il processo non ha portato ai risultati sperati, almeno in tema di *crowdfunding*.

Questo è quanto si evince dalla comparazione delle statistiche e delle normative esistenti nei principali Stati Membri ove sviluppo del settore e dello strumento in questione è avvenuto prevalentemente nell'ambito dei confini nazionali.

Le ragioni sono da ricercare essenzialmente nell'inadeguatezza dell'attuale quadro normativo europeo, al perdurare delle incertezze interpretative delle disposizioni ivi contenute, alla rigida applicazione delle norme in materia di tutela degli investitori, all'assenza di una regolamentazione specifica sul *crowdfunding* nonché ai alle diverse normative nazionali applicabili “dando luogo ad un variegato e contraddittorio quadro regolamentare, incompatibile con il regime di Passaporto Europeo”<sup>201</sup>.

Già nel 2015 l'ESMA aveva manifestato le sue preoccupazioni circa la disomogeneità delle discipline che andavano a crearsi nei vari Stati Membri evidenziando la necessità di un intervento normativo da parte della Commissione idoneo a scongiurare il pericolo di uno sviluppo meramente nazionale del fenomeno in quanto incompatibile con la creazione di un *Mercato Unico dei Capitali*<sup>202</sup>.

---

<sup>200</sup> Si veda capitolo II

<sup>201</sup> LERRO, 2019, p. 3

<sup>202</sup> ESMA, 2015.

Ancora, sulla questione, il Parlamento Europeo in una risoluzione del 2015 sollecita la Commissione ad adottare un quadro normativo e non normativo integrato ed adeguato alle esigenze future, al fine di garantire che il *crowdfunding* possa essere effettuato senza soluzione di continuità tra tutti gli Stati Membri ed invita gli stessi a introdurre meccanismi di incentivazione in proposito. A tal proposito il Parlamento sottolinea come alla base di una politica fondata sull'innovazione debba esservi anche la possibilità di accesso ai finanziamenti in condizioni di parità per le aziende, in particolare aziende innovative, le PMI, le start-up e le imprese in fase di espansione<sup>203</sup>.

Le soluzioni sin ora avanzate, vuoi con l'introduzione del Regolamento Prospetto voi con l'entrata in vigore della MiFID II, non sono però risultate sufficienti ed idonee al raggiungimento dell'obiettivo.

Tuttavia contestualmente la Commissione ha proceduto a monitorare il mercato raccogliendo dati significativi sugli ostacoli riscontrati nell'ambito delle attività *cross-border* ovvero nel mercato interno. Le consultazioni dei portatori di interesse nonché numerosi studi di settore hanno ulteriormente evidenziato come il fenomeno sia maggiormente concentrato in alcuni dei Stati Membri.

Nel Marzo 2018 la Commissione Europea ha pubblicato la prima bozza, o meglio, una proposta di *Regolamento relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*<sup>204</sup>, una regolamentazione *ad hoc* per il settore il cui scopo dichiarato è quello di consentire le operazioni transfrontaliere cd. *cross-border* mediante l'istituzione di un marchio unico europeo per le piattaforme di *crowdfunding* basato sull'investimento e sul prestito<sup>205</sup> ampliando le opportunità di finanziamento e/o investimento per le imprese allo stato embrionale o in fase di espansione, PMI e *start-up*, nel mercato dell'Unione.

---

<sup>203</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>204</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>205</sup> Il riferimento è all'equity based, debt based e peer to business.

Resta da capire se ed in che misura l'eventuale entrata in vigore del Regolamento in questione contribuisca ad arginare le problematiche esistenti e l'impatto che quest'ultimo possa avere sulle disposizioni vigenti nei principali Stati Membri.

### 3.2 *Profili critici dell'attuale sistema di regolazione UE*

#### 3.2.1 Divergenze normative

Come anticipato nel capitolo II, l'attuale quadro normativo europeo in materia di *crowdfunding* è basato essenzialmente sulle disposizioni MiFID II.

La tipologia di servizi offerti dalle piattaforme di *crowdfunding* nonché la qualificazione giuridica degli strumenti che ne formano oggetto possono determinare o meno l'applicazione della disciplina MiFID. Ciò in quanto la vaghezza che contraddistingue le definizioni ivi contenute ed il conseguente proliferarsi di interpretazioni divergenti in sede di recepimento della Direttiva ha reso possibile alle piattaforme operanti in alcuni Stati Membri di sottrarsi alla sua applicazione, ben potendosi escludere alcuni prodotti finanziari dalla nozione di strumento finanziario ed i servizi offerti tra quelli considerati in Annex I (A).

Tuttavia, volendo prescindere dalla questione di cui sopra e dunque nel caso in cui non vi fossero dubbi circa la riconducibilità degli strumenti o dei servizi offerti dalla piattaforma nell'ambito applicativo MiFID II, gli Stati Membri si troverebbero comunque a poter scegliere tra due strade: beneficiare, ad alcune condizioni, dell'esenzione di cui all'art. 3 MiFID II ovvero procedere all'applicazione *tout court* della disciplina.

Appare evidente che gli Stati Membri sono dotati di una certa discrezionalità nella scelta del regime da applicare alle piattaforme di *crowdfunding*, discrezionalità che non ha tardato a manifestarsi con l'introduzione di normative divergenti e spesso tra loro incompatibili che rappresentano un forte ostacolo allo sviluppo del fenomeno poiché imporrebbe l'adeguamento dei modelli di business in funzione ogni giurisdizione nonché il rispetto delle diverse normative esistenti in ambito

nazionale a tutela degli investitori, comportando talvolta anche l'obbligo di ottenere ulteriori autorizzazioni o ad adempiere ad obblighi di registrazione presso le diverse autorità nazionali competenti<sup>206</sup>. “Tutto ciò si traduce in costi elevati, complessità giuridica e incertezza per i fornitori di servizi di *crowdfunding* dovuti all'inutile frammentazione del mercato, all'assenza di economie di scala e ad approcci incoerenti alla trasparenza e ai rischi finanziari. Tali divergenze costituiscono un ostacolo all'instaurazione e al buon funzionamento del mercato interno.”<sup>207</sup>

### 3.2.2 Le conseguenze sulle operazioni cross-border e limiti operativi del Passaporto Europeo

Le scelte regolatorie dei singoli Stati Membri hanno non poche implicazioni, specialmente in tema di operazioni *cross-border*.

Allo stato attuale le piattaforme<sup>208</sup> che intendano offrire i propri servizi in uno stato membro dell'Unione diverso da quello in cui hanno la loro sede sarebbero tenute ad ottenere la relativa autorizzazione nazionale o a registrarsi presso l'autorità competente ed allo stesso tempo saranno obbligate a rispettare la relativa disciplina nazionale in materia di *crowdfunding*. Ciò si traduce inevitabilmente nel dover soddisfare i requisiti previsti da ciascuna normativa nazionale e di conseguenza nel dover adattare il proprio modello di business a ciascun contesto di riferimento.<sup>209</sup>

L'applicazione *tout court* della disciplina MiFID II consentirebbe alle piattaforme autorizzate di effettuare servizi di investimento regolamentati nei rispettivi paesi di origine e in altri paesi dell'UE in virtù del sistema di autorizzazione unica cd. *Passaporto europeo* e nel rispetto degli artt. 34 e 35 della Direttiva.

---

<sup>206</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>207</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>208</sup> Da intendersi quali (i) piattaforme che operano in regime di esenzione MiFID II; (ii) piattaforme che hanno sede in uno Stato Membro che non considera tali attività come servizio di investimento.

<sup>209</sup> Proposta di Regolamento ECSP

In particolare ciò può avvenire anche mediante lo stabilimento di succursali ovvero avvalendosi di un agente collegato stabilito in uno Stato Membro diverso dallo Stato membro d'origine<sup>210</sup>.

Qualora la piattaforma fosse interessata ad effettuare operazioni *cross border* sarà tenuta a notificare preventivamente all'autorità competente dello Stato Membro d'origine una serie di informazioni inerenti all'attività che si andrebbe a porre in essere, alla struttura organizzativa, lo Stato membro "ospitante" ed i nomi dei responsabili<sup>211</sup>. Le suddette saranno poi trasmesse all'autorità competente dello Stato membro ospitante nell'arco temporale che va da 1 a 3 mesi, la cui ricezione consente all'impresa di poter operare e/o stabilire la succursale e cominciare la sua attività.

Dunque in virtù del *Passaporto Europeo* la piattaforma di *crowdfunding* con sede in uno Stato Membro potrebbe agevolmente e liberamente prestare i suoi servizi nel territorio dell'Unione senza richiedere alcuna autorizzazione allo Stato Membro ospitante. Il passaporto però copre solo le attività ricomprese nell'ambito applicativo MiFID per cui la piattaforma sia stata già autorizzata dal paese di origine.

Alcuni problemi potrebbero riscontrarsi nel caso in cui lo Stato ospitante non qualifichi l'attività della piattaforma come servizio di investimento, fuori dall'ambito applicativo MiFID e perciò disciplinata secondo il diritto nazionale.

Su questo presupposto lo Stato ospitante potrebbe negare l'operatività del Passaporto Europeo e richiedere alla piattaforma un'ulteriore autorizzazione sulla base del diritto nazionale<sup>212</sup>.

Questo in quanto, essendo in questo caso l'esercizio delle attività<sup>213</sup> della piattaforma nel suddetto Stato disciplinata dalle regole generali e dei principi del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea (TFUE) sulla libera prestazione

---

<sup>210</sup> Art. 35 MiFID II

<sup>211</sup> Art. 34 par. 2 e art. 35 par. 2 MiFID II

<sup>212</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 344 ss

<sup>213</sup> Ulteriori rispetto a quelle autorizzate sotto la MiFID II

dei servizi e diritto di stabilimento all'interno dell'Unione<sup>214</sup>, lo Stato ospitante potrebbe far ricorso al cd. *general good test* e negare le libertà riconosciute dal Trattato nel caso in cui questo sia funzionale alla protezione dell'interesse generale e dell'ordine pubblico dello Stato Ospitante<sup>215</sup>.

E' infine previsto che gli Stati membri non impongono obblighi supplementari a tali imprese di investimento ed in caso di stabilimento di succursali, nessun requisito aggiuntivo, salvo eccezioni di cui diremo a breve, all'organizzazione e all'attività della succursale per le materie trattate dalla presente direttiva<sup>216</sup>.

Con riguardo a quest'ultima previsione, ulteriori problemi potrebbero rinvenirsi nel caso in cui una piattaforma autorizzata sotto la MiFID II voglia fornire i suoi servizi in uno Stato Ospitante dotato di una specifica disciplina, anche eventualmente in virtù dell'esenzione ex art. 3 MiFID, ed attengono alla possibilità di imporre alla piattaforma requisiti aggiuntivi e ulteriori rispetto a quelli previsti dalla disciplina MiFID.

Invero mentre allo Stato Ospitante è fatto divieto di prevedere requisiti aggiuntivi in caso di libera prestazione di servizi ai sensi dell'art. 34 paragrafo 1 MiFID II, secondo l'art. 35 paragrafo 1 MiFID II esso ha la facoltà, in caso di stabilimento di succursali, di "esaminare le disposizioni riguardanti la succursale e di richiedere di apportarvi le modifiche strettamente necessarie per consentire all'autorità competente di far rispettare gli obblighi previsti dagli articoli 24, 25, 27 e 28, della presente direttiva e dagli articoli da 14 a 26 del regolamento (UE) n. 600/2014 e

---

<sup>214</sup> Riferimento agli art. 26 TFUE (mercato interno); artt. 49 – 55 TFUE (diritto di stabilimento) e artt. 56 – 62 TFUE (servizi)

<sup>215</sup> Tuttavia la Giurisprudenza Europea ha precisato che ciò possa avvenire solo qualora sia oggettivamente necessario proteggere un imperativo interesse generale es. tutela del consumatore, proporzionate e non vertenti su aspetti già armonizzati a livello Europeo. Perciò difficilmente si potrebbe appurare che le norme MiFID non abbiano queste caratteristiche.

Cfr. *case 120/78 Cassis de Dijon – Rewe Zentral AG c. Bundesmonopolverwaltung Fuer Branntwein [1979] ECR 649; case 55/94 Reinhard Gebhard v Consiglio dell'Ordine degli Avvocati e Procuratori di Milano [1995] ECR I-4165; case 205/84 Commission of the European Communities v Federal Republic of Germany [1986] ECR 3775. Con specifico riguardo al mercato finanziario, case 384/93 Alpine Investments v Minister Van Financien [1995] ECR I-1141; Case C-101/94 Commission of the European Union v Italy [1996] ECR I-2691; Case C-442/02 CaixaBank France v Ministère de l'Économie, des Finances et de l'Industrie [2004] ECR I-8961. Sul punto si veda MACCHIAVELLO*

<sup>216</sup> Rispettivamente art. 34 par. 1 e art 35 par. 1 MiFID II

dalle misure adottate in applicazione di tali disposizioni per quanto riguarda i servizi e/o le attività prestate dalla succursale nel suo territorio”<sup>217</sup>.

Gli articoli summenzionati riguardano essenzialmente gli *obblighi di condotta* cui sono sottoposte le piattaforme al fine di garantire la protezione degli investitori. Tra questi assume particolare rilievo<sup>218</sup> l’art. 24 paragrafo 12: “in casi eccezionali, gli Stati membri possono imporre alle imprese di investimento requisiti aggiuntivi rispetto a quanto disposto dal presente articolo. Tali requisiti devono essere obiettivamente giustificati e proporzionati vista la necessità di far fronte ai rischi specifici per la protezione degli investitori o l’integrità del mercato che presentano particolare rilevanza nel contesto della struttura di mercato dello Stato membro interessato”.

Dunque secondo quanto disposto parrebbe che lo Stato ospitante potrebbe, anche in relazione alle attività non coperte da MiFID, imporre alle piattaforme requisiti ulteriori facendo ricorso al *general good test* ovvero utilizzando l’*escamotage* dato dalla necessità di proteggere l’investitore dai rischi specifici del *crowdfunding* e dalla rilevanza del settore.

Questa seconda strada è quella più diffusa in quanto il ricorso al *general good test* sarebbe impossibile nella misura in cui “le norme in questione siano non-discriminatorie, non ripetitive di norme dell’home state, oggettivamente necessarie a proteggere un certo imperativo general good, proporzionate e non vertenti su aspetti già armonizzati a livello europeo”<sup>219</sup>.

### 3.2.3 altri limiti

Abbiamo più volte evidenziato che questa modalità di finanziamento si concentra su attività di dimensione ridotta, per lo più imprese allo stato embrionale o in attesa di espansione. L’applicazione *tout court* della normativa settoriale vigente a livello europeo risulta sproporzionata per questo genere di attività, specialmente per

---

<sup>217</sup> Art. 35 par. 8 MiFID II

<sup>218</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 345

<sup>219</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 345

quanto attiene ai costi di *compliance* da sostenere e le tempistiche cui si è costretti, che difficilmente possono essere sopportati da piccole attività.

Ancora le varie piattaforme possono prevedere al loro interno molteplici modelli di business che uniscono attività di prestito e di investimento alcune delle quali potrebbero non essere regolamentate dalla medesima disciplina, si verrebbero così a determinare ricadute imprevedibili in termini di regolamentazione.<sup>220</sup>

L'assenza di un quadro regolamentare uniforme impediscono l'ingresso di investitori internazionali alle piattaforme UE. Gli ostacoli esistenti nell'ambito delle attività *cross-border* delle piattaforme generano pertanto ulteriori costi di ricerca oltreché limitare la libera circolazione di capitali all'interno del mercato UE.<sup>221</sup>

### 3.3 Proposta di Regolamento ECSP

Per le ragioni sin ora esposte la Commissione ha ritenuto di intervenire e l'8 Marzo 2018 ha presentato al Parlamento Europeo ed al Consiglio la presente *Proposta di Regolamento per i fornitori di servizi di crowdfunding (ECSP)* contestualmente ad una modifica della direttiva MiFID II<sup>222</sup>.

La presente proposta si colloca nel più ampio piano di azione per la realizzazione di un Mercato Unico dei Capitali ed origina da una consultazione pubblica denominata "*FinTech: un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*". Nell'ambito della suddetta sono state proposte quattro alternative di intervento su cui si sono espressi i portatori di interesse. La scelta è ricaduta sulla quarta opzione inerente alla possibilità di introdurre un marchio europeo per i fornitori di servizi di *crowdfunding* che preveda un meccanismo di autorizzazione unica valevole in tutto il territorio dell'Unione ed un sistema di vigilanza da parte di una sola autorità, l'ESMA. Si tratta di un regime facoltativo che consentirebbe

---

<sup>220</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>221</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>222</sup> In cui si precisa che le disposizioni ivi contenute non si applicano ai soggetti autorizzati ai sensi del Regolamento ECSP.

a coloro i quali optano per il marchio Europeo di beneficiare di norme organizzative e di tutela degli investitori proporzionate nonché di un notevole risparmio in termini di costi e tempistiche per le piattaforme che intendano effettuare operazioni *cross-border*.<sup>223</sup>.

### 3.3.1 Ambito applicativo

Il regolamento si applica ai fornitori di *servizi di crowdfunding*<sup>224</sup> così come definiti all'articolo 3, per cui si intende “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 valori mobiliari emessi da titolari di progetti e (iii) ricezione e trasmissione degli ordini di clienti relativi a tali valori mobiliari”.

Emerge chiaramente che la presente proposta si applica alle piattaforme di *crowdfunding* basate sull’investimento e sul prestito<sup>225</sup>, dunque quelle che permettono un ritorno finanziario sull’investimento, cd. *crowdinvesting*. Essendo lo scopo della presente quello di favorire l’accesso ai finanziamenti per gli imprenditori, le *start-up*, le imprese in stato di espansione e PMI in generale. Ricomprendere anche le altre forme di *crowdfunding* quale *donation* e *reward* risulterebbe sproporzionato in considerazione del fatto che esse non trattano prodotti finanziari e sono perciò caratterizzate da minori rischi per cui la tutela offerta dalla normativa UE in materia di protezione dei consumatori è sufficiente. Restano esclusi dall’ambito applicativo i servizi di *crowdfunding* forniti a titolari di progetti che sono consumatori<sup>226</sup> e cioè i servizi qualificabili come prestiti al

---

<sup>223</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>224</sup> Art. 2 Reg. ECSP

<sup>225</sup> In particolare al peer-to-business, così come sarà precisato in seguito.

<sup>226</sup> Art. 2 par. 2 l. a) Reg. ESCP

“i servizi di *crowdfunding* forniti a titolari di progetti che sono consumatori, quali definiti all’articolo 3, lettera a), della direttiva 2008/48/CE;”

Art. 3 par. 1 l. a) direttiva 2008/48/CE:

consumo cd. *peer-to-consumer*. Questi ultimi sono in parte disciplinati da normative UE già esistenti, in particolare: i prestiti per uso personale rientrano nel campo di applicazione della direttiva sul credito al consumo mentre i prestiti per l'acquisto di immobili rientrano nell'ambito applicativo della direttiva sul credito ipotecario.<sup>227</sup>

L'autorizzazione a norma del presente Regolamento sembrerebbe non compatibile con l'autorizzazione ad operare come impresa di investimento ottenuta a norma della MiFID II ovvero quella ottenuta secondo la disciplina nazionale. Per cui nel primo caso sarà precluso alla piattaforma ottenere l'autorizzazione Europea e dovrà continuare ad operare secondo le disposizioni MiFID II e nel secondo caso dovrà previamente ottenere la revoca dell'autorizzazione nazionale<sup>228</sup>.

Infine, il presente regolamento non si applica alle offerte di crowdfunding superiori a un importo di 1 000 000 di EUR per offerta, calcolato su un periodo di 12 mesi per un dato progetto di crowdfunding.

### 3.3.2 Autorizzazione e vigilanza

L'autorizzazione alla prestazione di *servizi di crowdfunding* può essere richiesta da persone giuridiche che abbiano una sede effettiva e stabile in uno stato dell'Unione<sup>229</sup>. L'autorità competente a tal fine è l'ESMA<sup>230</sup>, quale organo unico preposto alla vigilanza delle piattaforme in merito al rispetto delle disposizioni contenute nel presente regolamento. Essa è dotata di ingenti poteri quali esemplificando richiesta di informazioni, indagini, ispezioni, sanzioni pecuniarie e revoca dell'autorizzazione nei casi tassativamente previsti<sup>231</sup>.

---

«consumatore»: una persona fisica che, nell'ambito delle transazioni disciplinate dalla presente direttiva, agisce per scopi estranei alla sua attività commerciale o professionale;

<sup>227</sup> Proposta di Regolamento ECSP.

<sup>228</sup> MACCHIAVELLO, 2017, p. 346

<sup>229</sup> Art. 4 Reg. ECSP

<sup>230</sup> Art. 10 Reg. ECSP

<sup>231</sup> Artt. 12 - 13 e Capo V del Reg. ECSP

La procedura di autorizzazione consiste nella presentazione di una apposita domanda con puntuale descrizione degli elementi indicati all'art. 10<sup>232</sup> del Regolamento, di cui in particolare: *un programma di attività* che indichi le tipologie di servizi che si intendono offrire; informazioni sulla *governance*, sui meccanismi di controllo interno e sui dispositivi di continuità operativa; identità delle persone responsabili della gestione e la relativa prova del possesso dei requisiti di rispettabilità<sup>233</sup> e delle conoscenze e l'esperienza necessarie alla gestione.

Successivamente alla presentazione della domanda l'ESMA, nei 20 giorni seguenti, procederà a valutarne la completezza e se del caso fisserà un termine entro il quale il fornitore sarà tenuto a trasmettere le eventuali informazioni mancanti. La procedura culmina entro 2 mesi con una decisione motivata di concessione o rifiuto dell'autorizzazione. L'autorizzazione ha efficacia e validità in tutti gli Stati Membri dell'Unione, ai quali è precluso imporre ai fornitori di servizi di *crowdfunding* la presenza fisica nel territorio di uno Stato membro diverso da quello in cui sono stabiliti al fine di offrire i loro servizi *cross-border*.

### 3.3.3 Obblighi di condotta

I gestori delle piattaforme di *crowdfunding* sono tenuti ad agire in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei loro clienti o potenziali tali. Sono altresì tenuti ad adottare una *policy* adeguata al fine di garantire una gestione efficace e prudente ovvero promuovere l'integrità del mercato e gli interessi dei

---

<sup>232</sup> Art. 10 Reg. ECSP

<sup>233</sup> Art. 10 reg. par. 3 Reg. ECSP

*Ai fini del paragrafo 2, lettera i), i potenziali fornitori di servizi di crowdfunding dimostrano quanto segue:*

*(a) l'assenza di precedenti penali (condanne o sanzioni) relativi a violazioni di norme nazionali in vigore nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, o relativi a frodi o responsabilità professionale per tutte le persone coinvolte nella gestione del potenziale fornitore di servizi di crowdfunding;*

*(b) che, complessivamente, le persone coinvolte nella gestione del potenziale fornitore di servizi di crowdfunding possiedono sufficienti conoscenze, competenze ed esperienza per gestire il fornitore di servizi di crowdfunding e che tali persone sono tenute a dedicare un tempo sufficiente all'esercizio delle loro funzioni.*

clienti, che assicuri la separazione delle funzioni, la continuità operativa, il trattamento dei *reclami* presentati dai clienti, non aggravamento dei rischi operativi dovuti all'esternalizzazione di attività, la prevenzione, gestione e comunicazione *dei* conflitti di interesse<sup>234</sup>.

Con riguardo a quest'ultimi, è esclusa la partecipazione finanziaria dei fornitori di servizi di *crowdfunding* alle offerte presentate sulle proprie piattaforme nonché l'ammissione di clienti che siano titolari di partecipazioni in misura uguale o inferiore al 20% del capitale azionario o dei diritti di voto, i loro dirigenti, dipendenti o soggetti collegati<sup>235</sup>.

L'art. 4 paragrafo 3 prevede che i gestori delle piattaforme “non pagano o non accettano remunerazioni, sconti o benefici non monetari per il fatto di canalizzare gli ordini degli investitori verso una particolare offerta di *crowdfunding* presente sulla loro piattaforma o verso una particolare offerta di *crowdfunding* su una piattaforma di terzi”.

I fornitori di servizi di *crowdfunding* sono tenuti sulla base dell'art. 9 ad ottemperare al divieto di detenere fondi per conto di clienti né forniscono servizi di pagamento a meno che tali fornitori non siano autorizzati quale istituto di pagamento ai sensi della PSD II.

#### 3.3.4 Tutela degli investitori

La tutela degli investitori o potenziali tali viene assicurata mediante la previsione di obblighi informativi cui sono tenuti i fornitori di servizi di *crowdfunding* prima che venga effettuata l'operazione. Tali informazioni riguardano essenzialmente i gestori della piattaforma, i costi e gli oneri connessi ai servizi di *crowdfunding* o agli investimenti, sulle condizioni del *crowdfunding*, compresi i criteri di selezione dei progetti, o sulla natura dei rischi connessi ai propri servizi<sup>236</sup> e devono essere redatte in maniera chiara, comprensibile, completa e corretta.

---

<sup>234</sup> Artt. 4-8 Reg. ECSP

<sup>235</sup> Art. 7 Reg. ECSP

<sup>236</sup> Art. 14 Reg. ECSP

Prima di accedere all'offerta, i gestori della piattaforma sono chiamati a sottoporre, ogni due anni, i potenziali clienti ad un *test di appropriatezza* sulla base del quale valutano se e quali servizi siano adeguati.

Ai fini della valutazione i fornitori di servizi di crowdfunding richiedono ai potenziali investitori una serie di informazioni circa le conoscenze di base e la comprensione dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di crowdfunding, incluse informazioni relative a: (i) i loro precedenti investimenti in valori mobiliari o contratti di prestito, anche nella fase iniziale o di espansione di un'impresa; (ii) le loro eventuali conoscenze o esperienze professionali in materia di investimenti di *crowdfunding*.

Nel caso in cui la valutazione abbia esito negativo, l'operazione sarà egualmente consentita sebbene i gestori della piattaforma siano tenuti a fornire un chiaro avvertimento al cliente circa l'inappropriatezza dell'investimento.

E' oltremodo previsto che i fornitori di servizi di *crowdfunding* offrono in qualsiasi momento ai potenziali investitori e agli investitori la possibilità di simulare la loro capacità di sostenere perdite, quantificata pari al 10% del loro valore netto mediante l'inserimento di determinate informazioni contenute all'art. 15.

Ai sensi dell'art. 16 i gestori della piattaforma forniscono ai potenziali clienti una scheda informativa, redatta dal titolare del progetto per ciascuna offerta, contenente tutte le informazioni chiave sull'investimento cd. *Key Investor Information Sheet (KIIS)*. In particolare si evidenzia l'assenza di approvazione dell'offerta da parte dell'ESMA o dalle Autorità nazionali competenti e di sistemi di garanzia di depositi o di investimento; la rischiosità dell'investimento ivi compresa la possibilità di perdita integrale del patrimonio, l'illiquidità dello strumento e possibile mancanza di ritorno economico; la raccomandazione circa il non investire più del 10% del proprio capitale. La scheda contenente le informazioni non è soggetta ad alcun obbligo di notifica o di approvazione dell'autorità nazionale competente.

### 3.3.5 Bachecca elettronica

La normativa non istituisce un vero e proprio mercato secondario che consenta la libera circolazione degli strumenti emessi. Bensì prevede un sistema denominato *bachecca elettronica* volto alla facilitazione dell'incrocio tra domanda e offerta di contratti di prestito o di valori mobiliari che sono stati inizialmente oggetto di crowdfunding sulle loro piattaforme<sup>237</sup> precisando che non si tratta di un sistema di negoziazione e declinando ogni responsabilità circa la solvibilità dell'acquirente.

### 3.3.6 Comunicazioni di marketing

Secondo quanto disposto dall'art. 19 : “nessuna comunicazione di marketing comprende il marketing di singoli progetti o offerte di crowdfunding in corso o in programma. Le comunicazioni di marketing possono indicare solo dove e in quale lingua i clienti possono ottenere informazioni sui singoli progetti o sulle singole offerte”.

Le suddette comunicazioni sono altresì disciplinate dalle normative nazionali di ciascuno Stato Membro, che ha il dovere di aggiornare periodicamente i propri siti web in modo da evidenziare quale sia la disciplina applicabile<sup>238</sup>.

### 3.3.7 Atti delegati

Il presente Regolamento in molteplici passaggi conferisce alla Commissione il potere di adottare atti delegati e cioè un potere di integrazione regolamentare in relazione a svariati aspetti<sup>239</sup>.

---

<sup>237</sup> Art. 17 Reg. ECSP

<sup>238</sup> Art. 20 Reg. ECSP

<sup>239</sup> Quali ad es. art. 10 par. 10 Reg. ECSP

*La Commissione adotta atti delegati conformemente all'articolo 37 al fine di precisare ulteriormente i requisiti e le modalità per la domanda di cui al paragrafo 1.*

### 3.4 Osservazioni critiche al Regolamento

Dopo aver esaminato il testo della siffatta proposta, diviene ora possibile pervenire ad alcune osservazioni critiche relativamente ad alcuni aspetti.

La prima contestazione che può essere avanzata riguarda la soglia massima prefissata dal Regolamento ECSP a 1 milione di Euro. Questo in quanto essa è di gran lunga inferiore a quelle previste da alcuni Stati Membri e dallo stesso Regolamento Prospetto (8 milioni).

L'attuale assenza di regolazione del *peer-to-business* renderebbe improbabile che le piattaforme che operano in questo modello di business decidessero spontaneamente di sottoporsi a limitazioni che ad oggi non hanno<sup>240</sup>. Anche la scelta di escludere il *peer-to-consumer* risulta problematica poiché genera una forte discrasia normativa tra i due i due modelli di prestito, che non ha ragioni di essere in quanto si tratterebbe della medesima attività imprenditoriale.<sup>241</sup>

Sempre con riferimento all'ambito applicativo, nella definizione di servizi di *crowdfunding* vengono ricompresi solo quelli in cui la piattaforma agisce da mero intermediario. Per cui nel caso in cui la piattaforma intenda offrire servizi ulteriori quali i cd. servizi ad alto valore aggiunto<sup>242</sup> dovrà a seconda dei casi sottostare alla disciplina MiFID II ovvero al diritto nazionale<sup>243</sup>. “Ciò potrebbe portare ad una maggiore varietà dei modelli con riferimento alle piattaforme piccole e di portata esclusivamente nazionale, mentre ad un appiattimento verso il modello di intermediazione per quelle medie e ad un ritorno alla varietà e complessità dei modelli per le piattaforme che abbiano raggiunto dimensioni considerevoli”<sup>244</sup>.

Per quanto concerne l'autorizzazione sarebbe opportuno chiarire in maniera inequivocabile la questione circa la compatibilità o meno dell'autorizzazione ECSP con quella nazionale e/o il regime di Passaporto Europeo. Il Regolamento, inoltre, vieta agli Stati membri di imporre la presenza fisica delle piattaforme

---

<sup>240</sup> LERRO, 2019, p. 5

<sup>241</sup> LERRO, 2019, p. 5

<sup>242</sup> Quali ad es. gestione portafogli o fondi alternativi, servizio di consulenza.

<sup>243</sup> MACCHIAVELLO, 2018.

<sup>244</sup> MACCHIAVELLO, 2018.

autorizzate in uno Stato diverso da quello in cui hanno la propria sede per offrire i loro servizi su base transfrontaliera, ma nulla ci dice rispetto alla possibilità per i primi di imporre requisiti aggiuntivi. Una previsione del genere è imprescindibile se si vuole assicurare l'operatività dell'autorizzazione ECSP.

Ulteriore questione riguarda i requisiti di rispettabilità e professionalità delle persone responsabili della gestione. Si tratta di una definizione troppo generica che non consente di comprenderne la portata. Non si riesce effettivamente a comprendere se la norma sia da riferirsi all'organo amministrativo o al personale dirigente.

In ogni caso il presente Regolamento non contiene alcuna previsione volta a verificare l'effettiva sussistenza dei requisiti summenzionati.<sup>245</sup>

Ancora l'art. 4 paragrafo 3, relativo al divieto di ottenere qualsiasi forma di remunerazione in capo ai gestori dei portali per il fatto di "canalizzare" gli ordini degli investitori mediante attività di promozione o collocamento fuori sede, costituisce una pretesa irragionevole oltrech  ingiusta che alimenterebbe forme di abusivismo.<sup>246</sup>

La disciplina in materia di conflitto di interessi sebbene sia astrattamente idonea ad incanalare situazioni in cui esiste un rischio effettivo in cui questo avvenga, risulta troppo limitante in relazione ad operazioni in cui il conflitto di interesse potrebbe non sussistere.<sup>247</sup>

Altra possibile critica attiene all'inadeguata tutela dell'investitore. Il presente Regolamento sceglie un approccio che esclude la sussistenza di un capitale minimo iniziale per le societ  che intendano fornire servizi di *crowdfunding*, non

---

<sup>245</sup> LERRO, 2019, p. 6 e 10

<sup>246</sup> LERRO, 2019, p. 11 ss

<sup>247</sup> LERRO, 2019, p. 14

es. "Soprattutto con riferimento alle start-up, che risultano essere il target primario del Regolatore, si deve ricordare che esistono contesti, generalmente territoriali, formati da incubatori, acceleratori, universit , gruppi di business angels e piattaforme di crowdfunding, che svolgono insieme tra loro un ruolo fondamentale per la nascita e la crescita di nuove realt  imprenditoriali. In tali contesti   frequente che vi siano incroci di partecipazioni e iniziative congiunte che, ben lungi da essere indice di un conflitto di interessi, dimostrano invece la convinzione ed il commitment di detti operatori nelle iniziative presentate. Si tratta di casi in cui una partecipazione da parte dei soggetti esclusi dalla norma pu  invece dimostrare che si tratta di un progetto affidabile."

prevedendo nè misure di assicurazione professionale o sistemi di indennizzo, né meccanismi di *exit* esperibili dagli investitori.

La tutela offerta agli investitori si basa anche e specialmente sugli obblighi informativi cui sono tenuti i gestori dei portali e le società offerenti contenuti nel KIIS. Tuttavia il dettato legislativo non chiarisce esplicitamente che la responsabilità per le informazioni ivi contenute è esclusivamente in capo alla società offerente, essendo i gestori della piattaforma unicamente responsabili della sua pubblicazione<sup>248</sup>.

Il divieto contenuto all'art. 19 attinente alle comunicazioni di *marketing* “si pone in netta antitesi culturale con il fenomeno del *crowdfunding*, che si basa invece sullo *story telling* e la comunicazione”<sup>249</sup>. Invero una comunicazione efficace circa le offerte presenti sui portali o lo stato di avanzamento delle stesse è oggettivamente necessaria a garantire la presenza di investitori. Anche la questione attinente alla sua regolamentazione da parte di normative nazionali produrrebbe una situazione di incertezza tale che mal si concilia con l'intento di armonizzazione delle normative UE.

Si ritiene infine che sarebbe opportuno investire l'ESMA di eventuali poteri di integrazione regolamentare in quanto organo tecnico e non già la Commissione che è organo politico.<sup>250</sup>

### 3.5 Principali modifiche al Regolamento ECSP

Il 27 Marzo 2019 il Parlamento Europeo ha adottato una Risoluzione legislativa sulla Proposta di Regolamento europeo chiedendo alla Commissione di apportare le modifiche necessarie per poi ripresentarle nuovamente la proposta.

Mediante una serie di emendamenti il Parlamento Europeo interviene sulla maggior parte degli aspetti che abbiamo considerato nel paragrafo precedente e

---

<sup>248</sup> LERRO, 2019, p. 13

<sup>249</sup> LERRO, 2019 p. 14

<sup>250</sup> LERRO, 2019, p. 15

non solo, si spinge oltre attraverso la previsione di considerevoli novità. Di seguito le principali.

### 3.5.1 Ambito applicativo

In *primis* si assiste ad una modifica dell'art. 2 paragrafo 2 l. d) concernente l'ambito di applicazione del Regolamento aumentando la soglia prevista da 1 milione ad 8 milioni, in linea con quanto stabilito dall'art. 3 Regolamento Prospetto.

Si perviene poi a regolamentare diversamente le piattaforme europee di *peer-to-business* e quelle di *equity crowdfunding*<sup>251</sup> distinguendo rispettivamente tra servizio diretto<sup>252</sup> e servizio intermediato<sup>253</sup>, introducendo nell'ambito di quest'ultimo anche il servizio di consulenza.

Con questo intervento si è inteso differenziare tra piattaforme che fungono da meri intermediari tra investitori e i soggetti che propongono un determinato progetto imprenditoriale e piattaforme che intervengono anche attivamente nella formazione dei prezzi e nella predisposizione delle offerte; sottoponendoli a requisiti di informativa calibrati sui differenti livelli di rischio per ciascuna tipologia di piattaforma.<sup>254</sup>

---

<sup>251</sup> mediante una modifica della definizione di “servizio di crowdfunding” contenuta all'art. 3 paragrafo 1 l. a), distinguendo tra servizio diretto e servizio intermediato .

<sup>252</sup> 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;

<sup>253</sup> 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;

ed art. 4 bis

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 ordini 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.

<sup>254</sup> Bebeez.it, 2018.

### 3.5.2 Autorizzazione e vigilanza

Ai fini dell'autorizzazione viene precisato che le piattaforme aventi sede in uno stato terzo non possano richiedere l'autorizzazione a norma del suddetto Regolamento<sup>255</sup>.

La competenza a decidere dell'autorizzazione viene spostata in capo all'Autorità Nazionale competente per ciascuno Stato Membro a cui vengono trasferiti tutti i poteri che secondo il Regolamento originario spettavano ad ESMA. Inoltre si prevede un novero di sanzioni e misure amministrative nonché sanzioni penali<sup>256</sup> applicabili in loco delle sanzioni pecuniarie precedentemente previste.

Tra gli elementi indicati all'art. 10 ne emerge uno ulteriore mediante l'introduzione della l. m bis): “una prova del fatto che il fornitore di servizi di *crowdfunding* dispone di una copertura adeguata o detiene un capitale sufficiente per far fronte alle conseguenze finanziarie della sua responsabilità professionale in caso di violazione dei suoi obblighi professionali a norma del presente regolamento”.

Molto importante è la previsione relativa ai requisiti aggiuntivi per l'autorizzazione eventualmente previsti da norme nazionali che “non impediscono di utilizzare servizi di *crowdfunding* prestati a norma del presente regolamento da fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati in conformità del presente regolamento”<sup>257</sup>.

### 3.5.3 Obblighi di condotta

Viene poi imposto specificamente alle sole piattaforme di *equity crowdfunding* la predisposizione di “sistemi e controlli adeguati per la gestione del rischio e la modellazione finanziaria in relazione a tale offerta di servizi”<sup>258</sup>.

---

<sup>255</sup> art. 4 par. 1 Reg. ECSP così come emendato

*Le persone giuridiche stabilite in un paese terzo non possono presentare domanda di autorizzazione come fornitori di servizi di crowdfunding a norma del presente regolamento.*

<sup>256</sup> Artt. 27 bis – 27 quarter Reg. ECSP così come emendato

<sup>257</sup> Art. 2 par. 2 bis Reg. ECSP così come emendato

<sup>258</sup> Art. 5 Reg. ECSP così come emendato

Le piattaforme sono altresì tenute ad esercitare un maggior controllo nei confronti dei titolari di progetti, a tal proposito l'art. 5 bis fa riferimento al *livello minimo di diligenza* relativamente all'accertamento alcuni aspetti quali ad es. assenza di precedenti penali in merito a violazioni delle norme nazionali nei settori del diritto commerciale, del diritto fallimentare, della normativa sui servizi finanziari, della normativa antiriciclaggio, della normativa antifrode o degli obblighi in materia di responsabilità professionale.

Per quanto concerne i *conflitti di interesse*, viene prevista una apposita deroga al divieto di cui all'art. 7 sulla base della quale è concesso ai fornitori di servizi di *crowdfunding* detenere una partecipazione finanziaria di offerte presenti sulle loro piattaforme a patto che ciò venga comunicato ai clienti mediante la pubblicazione di procedure chiare e trasparenti<sup>259</sup>.

#### 3.5.4 Tutela degli investitori

Le informazioni di cui all'art. 14 vengono fornite “*ogniquale volta risulti appropriato, anche prima che sia effettuata l'operazione di crowdfunding*”.

L'introduzione dell'art. 14 bis prevede poi la pubblicazione periodica dei cd. tassi di *default*<sup>260</sup> dei progetti di *crowdfunding* offerti sulle loro piattaforme almeno nel corso dei 2 anni precedenti.

Diversa modulazione delle informazioni contenute nel KIIS con obblighi informativi più pervasivi in caso di offerte in *equity crowdfunding*<sup>261</sup>.

---

<sup>259</sup> Art. 7 Reg. ECSP così come emendato

<sup>260</sup> O anche definito *rischio di credito* : *rappresenta il rischio che il creditore, in qualunque forma tecnica esso conceda il prestito, non si veda rimborsato tutto o parte dell'ammontare di risorse finanziarie impiegate nell'operazione (counterparty risk). Tale rischio può essere limitato alla sola quota interessi dovuti alla controparte, o anche alla quota-capitale. Il rischio di credito si genera dunque all'interno di una qualunque transazione finanziaria.*

Bankpedia.org, 2018.

<sup>261</sup> art. 16 Reg. ECSP così come emendato

Si prevede infine che i fornitori di servizi di *crowdfunding* in base ai risultati della simulazione della capacità di sostenere perdite di cui all'art. 15 possono discrezionalmente vietare l'investimento<sup>262</sup>.

#### 3.5.5 Bachecca elettronica

Viene precisato che non si applicano le norme relative ai gestori di sistemi multilaterali di negoziazione.<sup>263</sup>

#### 3.5.6 Comunicazioni di Marketing

La modifica consente la pubblicità di singoli progetti o offerte di *crowdfunding* in corso o in programma, a patto che non vi si dedichi un'attenzione sproporzionata.<sup>264</sup>

#### 3.5.7 Atti delegati

L'ESMA, talvolta in stretta cooperazione con l'ABE, elabora progetti di norme tecniche di attuazione per stabilire formati, modelli e procedure standard per le domande di autorizzazione.

I suddetti progetti saranno presentati alla Commissione alla quale "è conferito il potere di adottare le norme tecniche di attuazione ivi contenute conformemente alla procedura di cui all'articolo 15 del regolamento (UE) n. 1095/2010".<sup>265</sup>

### 3.7 Conclusioni

L'esame delle discipline europee attualmente applicabili in materia di *crowdfunding*, lo studio delle normative esistenti nei principali stati dell'Unione,

---

<sup>262</sup> Art. 15 par. 5 Reg. ECSP così come emendato

<sup>263</sup> Art. 17 Reg. ECSP così come emendato

<sup>264</sup> Art. 19 par. 2 Reg. ECSP così come emendato

<sup>265</sup> Art. 10 par. 10 Reg. ECSP così come emendato

le stime effettuate in termini di crescita congiuntamente alle caratteristiche del fenomeno hanno ribadito la necessità di un intervento a livello europeo al fine di accrescere la potenzialità dello strumento quale *metodo di finanziamento alternativo* al credito bancario e “contribuire così a progredire verso il conseguimento degli obiettivi generali dell’Unione dei mercati dei capitali che mirano a favorire un’integrazione finanziaria più sostenibile e gli investimenti privati a vantaggio della creazione di posti di lavoro e della crescita economica”<sup>266</sup>. Le evidenze hanno dimostrato quelli che sono i principali limiti dell’attuale quadro normativo che si è tentato di superare mediante la Proposta di un Regolamento Europeo sui fornitori di Servizi di *Crowdfunding* che, nella sua prima versione, non è parso totalmente idoneo allo scopo.

L’intervento del Parlamento Europeo ha tentato di colmare le lacune esistenti nella prima versione di Regolamento, risultando a mio parere maggiormente conforme agli obiettivi prefissati. Solo nel caso in cui la Commissione tenga conto degli emendamenti si potrà finalmente pervenire ad un regime equo ed uniforme sul *crowdfunding*. L’imposizione di obblighi informativi e di condotta più stringenti in capo alle piattaforme di *equity-crowdfunding* rispetto alle piattaforme *peer-to-business* risulta in linea con i maggiori rischi collegati alla detenzione di partecipazioni societarie. Tuttavia sarebbe opportuno modulare gli stessi anche in relazione alla qualità dell’investitore, sia esso professionale e/o istituzionale o *retail* e prevederne di più stringenti solo in quest’ultimo caso, in ragione della maggior tutela da essi necessitata, ragionando sulla logica adottata dalla MiFID II esposta al § 2.1.3 e distinguendo altresì dalla situazione in cui il suddetto investitore usufruisca di un servizio di consulenza e/o gestione portafogli da parte di un soggetto specializzato, così come avviene nel Regno Unito<sup>267</sup>. Sempre in relazione alla tutela dell’investitore *retail* sarebbe inoltre opportuno introdurre alternativamente o congiuntamente (i) meccanismi di *exit* esperibili in un lasso di tempo determinato come quelli previsti ad es. dal legislatore italiano esposti al §

---

<sup>266</sup> Proposta di Regolamento ECSP

<sup>267</sup> Si veda § 2.5.3

2.2.2, ovvero (ii) obblighi relativi alla stipula da parte delle piattaforme di polizze assicurative volte alla copertura dei rischi di insolvenza come previsti ad es. dal legislatore francese ed esposti al § 2.3.3, o ancora (iii) limiti di investimento calibrati in percentuale sulla base della situazione reddituale dell'investitore così come previsti in USA esposti al § 2.6.3, ovvero infine (iv) un sistema di attestazione in cui l'investitore si impegna ad investire una determinata percentuale del proprio portafoglio così come concepito nel Regno Unito ed esposto al § 2.5.3. Si ritiene altresì che sarebbe opportuno regolare le cd. bacheche elettroniche con una disciplina almeno simile a quella prevista per i gestori di sistemi multilaterali di negoziazione (MTF) che consenta, come le prime, di facilitare l'incontro tra i soggetti interessati alla vendita o all'acquisto di partecipazioni ma che preveda anche regole e procedure trasparenti volte ad impedire che la trattativa avvenga privatamente e perciò in assenza di adeguate garanzie. Infine la disciplina in merito ai conflitti di interesse e alle remunerazioni dei gestori delle piattaforme meriterebbe una maggiore attenzione normativa. Con riferimento ai primi sarebbe opportuno precisare in che misura sia possibile detenere una partecipazione finanziaria di offerte presenti sulle loro piattaforme nonché le modalità di comunicazione agli investitori. Diversamente, per quanto attiene le remunerazioni dei gestori dei portali esse dovrebbero spettare anche per il fatto di canalizzare gli ordini degli investitori mediante attività di promozione o collocamento fuori sede, non solo: queste operazioni dovrebbero qualificarsi come servizi accessori e il relativo costo dovrebbe essere previsto da un apposito tariffario che preveda tra le altre cose anche l'importo, per ciascun progetto, della remunerazione data dalle commissioni che spetterebbero ai gestori della piattaforma a conclusione della raccolta<sup>268</sup>. Oltre ai suggerimenti ivi considerati, in linea generale la predetta Proposta di Regolamento così come emendata dal Parlamento Europeo costituirebbe una valida alternativa regolamentare per le piattaforme che intendano espandere i loro servizi in una dimensione transfrontaliera o anche meramente

---

<sup>268</sup> Indipendentemente dal raggiungimento dell'obiettivo monetario prefissato seguendo il modello KIA, o subordinatamente a questo seguendo il modello AON.

interna, seppur lasciando inalterati i quadri normativi nazionali. Costituirebbe altresì un valido tentativo di armonizzazione del settore idoneo a contribuire allo sviluppo di un mercato unico dei capitali, ampliando le possibilità di finanziamento delle imprese e riducendo i costi e le tempistiche di accesso al mercato<sup>269</sup>.

---

<sup>269</sup> Proposta di Regolamento ECSP.

## BIBLIOGRAFIA

- CALVERI, C. ed ESPOSITO, R. (2013) Crowdfunding World 2013: report, analisi e trend. [Online] Disponibile su: <https://www.fundraisingschool.it/wp-content/uploads/2014/06/Crowdfunding-World-2013-Report-analisi-e-trend.pdf> [Ultimo accesso: 18/12/2020]
- HOSSAIN M., OPARAOCHA G.O., (2017) , Crowdfunding: motives, definitions, tipology and ethical challenges Entrepreneurship Reasearch Journal, Vol. 7/1
- PIATTELLI, U. (2013) Il crowdfunding in Italia – Una regolamentazione all'avanguardia o un'occasione mancata? Torino: G. Giappichelli Editore
- PIATTELLI U. (2014) The Italian legal framework of Equity-based Crowdfunding. Osborneclark.com [Online] Disponibile su: <http://www.osborneclarke.com/connectedinsights/publications/theitalianlegalframeworkofequitybasedcrowdfunding/> [Ultimo accesso: 18/12/2020]
- PAIS, I., PERETTI, P. e SPINELLI, C. (2014) Crowdfunding. La via collaborativa all'imprenditorialità. Milano: Egea Editore
- QUARANTA, G. (2017) Il crowdfunding, Diritto ed economia delle imprese. Torino: G. Giappichelli Editore.
- BRABHAM, D. (2013) Crowdsourcing Cambridge: The Mit Press. [Online] Disponibile su: <http://wtf.tw/ref/brabham.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- DE BUYSERE, K., GAJDA, O., KLEVERLAAN, R., MAROM, D. (2012) A Framework for an European Crowdfunding. [Online] Disponibile su: [http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework\\_EU\\_Crowdfunding.pdf](http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/06/Framework_EU_Crowdfunding.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]

- KLEEMANN F., RIEDER K., VOSS G. (2008), Un(der)paid innovators: the commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies*, vol. 4/1. [Online] Disponibile su:
- [https://www.researchgate.net/publication/42632427\\_UnderPaid\\_Innovators\\_The\\_Commercial\\_Utilization\\_of\\_Consumer\\_Work\\_through\\_Crowdsourcing](https://www.researchgate.net/publication/42632427_UnderPaid_Innovators_The_Commercial_Utilization_of_Consumer_Work_through_Crowdsourcing) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- VIGANO', E. (2019) Equity Crowdfunding, Contributi del crowd e impatti sulla governance. *Historica*
  - LERRO A. (2013), Equity crowdfunding. Investire e finanziare l'impresa tramite internet.
  - E. M. GERBER and J. HUI (2014) Crowdfunding: Motivations and Deterrents for Participation *ACM Trans. Comput.-Hum. Interact.* 20, 6, Article 34 - Northwestern University. [Online] Disponibile su: [https://www.researchgate.net/publication/275961145\\_Crowdfunding\\_Motivations\\_and\\_Deterrents\\_for\\_Participation](https://www.researchgate.net/publication/275961145_Crowdfunding_Motivations_and_Deterrents_for_Participation) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - K. Agrawal, C. Catalini, A. Goldfarb (2013) Some simple economics of Crowdfunding National Bureau of Economic Research – Cambridge. [Online] Disponibile su: <http://www.nber.org/papers/w19133> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - G. BORRELLO, V. DE CRESCENZO, F. PICHLER (2015) The Funding Gap and The Role of Financial Return Crowdfunding: Some Evidence From European Platforms *Journal of Internet Banking and Commerce*, vol. 20, no. 1. [Online] Disponibile su: <http://www.arraydev.com/commerce/jibc/> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - EUROPEAN COMMISSION (2015) Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, “Action Plan on Building a Capital Markets Union”. Brussels

- EUROPEAN COMMISSION (2015) Crowdfunding: Mapping EU markets and events study. [Online] Disponibile su: [http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/finance/general-policy/crowdfunding/index_en.htm) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- FCA (2015) Finalized Guidance on FG15/1: Retail investment advice: Clarifying the boundaries and exploring the barriers to market development. [Online] Disponibile su: <http://www.fca.org.uk/static/documents/finalised-guidance/fg15-01.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- FCA (2015b) A review of the regulatory regime for crowdfunding and the promotion of non-readily realisable securities by other media. [Online] Disponibile su: <https://www.fca.org.uk/yourfca/documents/crowdfunding-review> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- G. A. Gabison (2015) Equity crowdfunding: all regulated but not equal 13 DePaul Bus. & Com. L.J. 359. [Online] Disponibile su: <http://via.library.depaul.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1312&context=bcj> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- G. AMATO, M. L. GIORGI (2019) Il Debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding. [Online] Disponibile su: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/il-debt-crowdfunding-un-tertium-genus-accanto-all-equity-ed-al-lending-crowdfunding> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- P. Belleflamme, N. Omrani and M. Peitz (2015) The Economics of Crowdfunding Platforms . [Online] Disponibile su: [https://www.researchgate.net/publication/273850822\\_The\\_Economics\\_of\\_Crowdfunding\\_Platforms](https://www.researchgate.net/publication/273850822_The_Economics_of_Crowdfunding_Platforms) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- J. Cumming, G. Leboeuf, A. Schwienbacher (2015) Crowdfunding Models: Keep-it-All vs. All-or-Nothing. [Online] Disponibile su: [https://www.researchgate.net/publication/272306935\\_Crowdfunding\\_Models\\_Keep-it-All\\_vs\\_All-or-Nothing](https://www.researchgate.net/publication/272306935_Crowdfunding_Models_Keep-it-All_vs_All-or-Nothing) [Ultimo accesso: 03/01/2020]

- E. Esho and G. Verhoef (2018) The Funding Gap and the Financing of Small and Medium Businesses: An Integrated Literature Review and an Agenda. University of Johannesburg, South Africa, University of Johannesburg, South Africa. [Online] Disponibile su:  
[https://mpra.ub.uni-muenchen.de/90153/1/MPRA\\_paper\\_90153.pdf](https://mpra.ub.uni-muenchen.de/90153/1/MPRA_paper_90153.pdf)  
[Ultimo accesso: 03/01/2020]
- K. Prędkiewicz, O. Kalinowska-Beszczynska, J. Karsai (2016) INNOVATION IN FINANCE, Journal of entrepreneurship, management and innovation - Vol. 12 Issue 3. [Online] Disponibile su:  
[http://jemi.edu.pl/uploadedFiles/file/all-issues/vol12/issue3/JEMI\\_Vol12\\_Issue3\\_2016.pdf](http://jemi.edu.pl/uploadedFiles/file/all-issues/vol12/issue3/JEMI_Vol12_Issue3_2016.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- D. SICLARI (2016) European Capital Markets Union e ordinamento nazionale . Banca Borsa Titoli di credito – Giuffrè Editore fasc. 4 E. [Online] Disponibile su:  
[https://web.uniroma1.it/dip\\_ecodir/sites/default/files/allegati/european\\_capital\\_markets\\_union.pdf](https://web.uniroma1.it/dip_ecodir/sites/default/files/allegati/european_capital_markets_union.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- SEC (2019) Report to the Commission Regulation Crowdfunding [online] [https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019\\_0.pdf](https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf) [ultimo accesso: 02/01/2020]
- E. MACCHIAVELLO (2017) 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. Banca Impresa Società fasc.2 – Il Mulino.
- KLÖHN L., HORNUF L. and SCHILLING T., (2015) The Regulation of Crowdfunding in the Draft Small Investor Protection Act: Content, Consequences, Critique, Suggestions. Working paper. [Online] Disponibile su: <http://ssrn.com/abstract=2595773> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- L. GAFFURI, S. BELLEGGIA (2019) I servizi di investimento dopo la MiFID II. Giuffrè Francis Lefebvre – Milano

- SUROWIECKI, J. (2005). The wisdom of crowds. New York: Anchor Books. [Online] Disponibile su: <http://www.asecib.ase.ro/mps/TheWisdomOfCrowds-JamesSurowiecki.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- D. CHERVYAKOV and J. ROCHOLL(2019) - How to make crowdfunding work in Europe. Policy Contribution Issue n° . [Online] Disponibile su: <https://esmt.berlin/knowledge/how-make-crowdfunding-work-europe> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- E. MACCHIAVELLO (2018) La proposta della Commissione Europea di un Regolamento in materia di crowdfunding. [Online] Disponibile su: <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-un-regolamento-materia-di-crowdfunding> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- C. R. LE MURA (2019) Guida al crowdfunding – funzionamento, casi operativi, aspetti legali e tributari  
E-Book disponibile su FISCOeTASSE.com .
- PARLAMENTO EUROPEO (2017) Crowdfunding in Europe Introduction and state of play. [Online] Disponibile su: [https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl\\_file/Studio-UE/PE-595.882.pdf](https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/Studio-UE/PE-595.882.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- S. E. SATWOSKI, Rule 242 and Section 4(6) Securities Registration Exemptions: Recent Attempts to Aid Small Businesses, 23 Wm. & Mary L. Rev. 73 (1981). [Online] Disponibile su: <https://core.ac.uk/download/pdf/73967183.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- U.S. Securities and Exchange Commission (2019) Report to the Commission Regulation Crowdfunding. [Online] Disponibile su: [https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019\\_0.pdf](https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf) . [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- Lerro (2019) Crowd Investing Cross Border

- Crowd Advisors [Online] Disponibile su: [https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl\\_file/ECSP-teoria/D-Whitepaper-Crowdadvisors.pdf](https://www.crowd-funding.cloud/public/dps/dwl_file/ECSP-teoria/D-Whitepaper-Crowdadvisors.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- N. DE LUCA (2017) Equity crowdfunding  
 Digesto delle discipline civilistiche sez. Commerciale - UTET GIURIDICA  
 HOWE (2006) The Rise of Crowdsourcing, Wired. [Online] Disponibile  
 su: <https://www.wired.com/2006/06/crowds/> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - E. MACCHIAVELLO (2018) La proposta della Commissione Europea di  
 un Regolamento in materia di crowdfunding. [Online] Disponibile su:  
<http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/capital-markets/la-proposta-della-commissione-europea-di-un-regolamento-materia-di-crowdfunding> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - FEDERAL FINANCIAL SUPERVISORY AUTHORITY (BAFIN) (2012)  
 German Securities Prospectus Act (Wertpapierprospektgesetz - WpPG).  
 [Online] Disponibile su:  
[https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Aufsichtsrecht/dl\\_wppg\\_en.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Aufsichtsrecht/dl_wppg_en.html) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - MASSOLUTION (2012) CROWDFUNDING INDUSTRY REPORT  
 Market Trends, Composition and Crowdfunding Platforms. [Online]  
 Disponibile su: <https://www.crowdfunding.nl/wp-content/uploads/2012/05/92834651-Massolution-abridged-Crowd-Funding-Industry-Report1.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - W. BIJERK (2014) Risk and Benefit of Crowdfunding  
 IOSCO [Online] Disponibile su:  
<https://www.iosco.org/research/pdf/20140410-Risks-and-Benefits-of-Crowdfunding.pdf>
  - CONSOB (1998) Testo Unico della Finanza (TUF) [Online] Disponibile  
 su:  
[http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58\\_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88](http://www.consob.it/documents/46180/46181/dlgs58_1998.pdf/e15d5dd6-7914-4e9f-959f-2f3b88400f88) [Ultimo accesso: 03/01/2020]

- CONSOB (2013) Regolamento Consob n. 18592/2013 (Regolamento Crowdfunding). [Online] Disponibile su: [http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg\\_consob\\_2013\\_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393](http://www.consob.it/documents/46180/46181/reg_consob_2013_18592.pdf/54eae6e4-ca37-4c59-984c-cb5df90a8393) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- CONSOB (2019) Modifiche al Regolamento n. 18592/2013 (Documento di consultazione) [online] [www.consob.it/.../consultazione\\_crow...nding\\_20190620.pdf](http://www.consob.it/.../consultazione_crow...nding_20190620.pdf) [ultimo accesso: 02/01/2020]
- Osservatori Entrepreneurship & Finance – Politecnico di Milano (2019) 4° Report Italiano sul crowdfunding. [Online] Disponibile su: <http://www.osservatoriocrowdfunding.it> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- D. Castrataro, T. Wright, I. Bähr e C. Frinolli (2013) Crowdfuture. [Online] Disponibile su: <http://95.110.164.5/elenazanella/wp-content/uploads/2013/10/ebookgennaio2013-130111050508-phpapp01-1.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- World Bank and CCAF (2019) Regulating Alternative Finance: Results from a Global Regulator Survey. [Online] Disponibile su: <http://documents.worldbank.org/curated/en/266801571428246032/pdf/Regulating-Alternative-Finance-Results-from-a-Global-Regulatory-Survey.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- Documento di Consultazione CONSOB (2019) Modifiche al Regolamento N. 18592 del 26 GIUGNO sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line. [Online] Disponibile su: [http://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset\\_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/consultazione-pubblica-emittenti-e-crowdfunding-20-giugno-2019/10194](http://www.consob.it/web/consob/novita/-/asset_publisher/xMXdfdeSuZFj/content/consultazione-pubblica-emittenti-e-crowdfunding-20-giugno-2019/10194) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- FONDAZIONE NAZIONALE DEI COMMERCIALISTI (2019) L'equity crowdfunding alla luce delle ultime modifiche normative e regolamentari: un'opportunità per lo sviluppo delle aziende. [Online]

- [www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/.../2019\\_04\\_15\\_L\\_equit...\\_regolamentari.pdf](http://www.fondazioneNazionaleCommercialisti.it/.../2019_04_15_L_equit..._regolamentari.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- COMMISSIONE EUROPEA (2014) Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell'Unione europea. [Online] Disponibile su: <https://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/IT/1-2014-172-IT-F1-1.Pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - Crowd Advisors ed Edi Beez (2016). [Online] Disponibile su: <https://bebeez.it/files/2016/10/Report-attività-e-costi-equity-crowdfunding.pdf> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - COMMISSIONE EUROPEA (2015) Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali. [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0468&from=EN> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - Carotenuto G., Antenucci D. (2010), La trasposizione in Italia della Direttiva sui servizi di pagamento, 09 aprile 2010, Rivista online Focus avvocati 24. [Online] Disponibile su: <http://www.bankpedia.org/index.php/it/107-italian/i/20728-istituto-di-pagamento-ip-enciclopedia> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - ESMA (2018) National thresholds below which the obligation to publish a prospectus does not apply. [Online] Disponibile su: [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193\\_prospectus\\_thresholds.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma31-62-1193_prospectus_thresholds.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - U.S. Securities and Exchange Commission (2019) Report to the Commission Regulation Crowdfunding. [Online] Disponibile su: [https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019\\_0.pdf](https://www.sec.gov/files/regulation-crowdfunding-2019_0.pdf) [Ultimo accesso: 03/01/2020]

- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2017) Regolamento Prospetto [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R1129&from=EN> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2003) Direttiva Prospetto 2003/71/CE. [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32003L0071&from=EN> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2014) MiFID II [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014L0065&from=IT> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2004) Directive (EU) 2004/39. Market in Financial Services Directive (MiFID) [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legalcontent/IT/TXT/?uri=celex%3A32004L0039> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2014) Markets in financial instruments (MiFIR) Regulation 600/2014 [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32014R0600> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2015) Directive on Payment Services II. Directive 2015/2366/UE (PSD II) [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX%3A32015L236> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2013) Directive On Capital Requirement IV. Directive 2013/36/UE (CRD IV) [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal->

- [content/IT/TXT/?uri=celex%3A32013L0036](#) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2013) Regulation on Capital Requirements. Regulation 575/2013/UE (CRR) [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A32013R0575> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2011) Alternative Investment Fund Managers Directive (AIFM) Directive 2011/61/EU [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A32011L0061> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2009) Undertakings for collective investment in transferable securities Directive (UCITS) Directive 2009/65/EC [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/it/TXT/?uri=CELEX:32009L0065> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2013) Regulation (EU) No 345/2013 on European venture capital funds (EuVECA) [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32013R0345&from=EN> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
  - PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2013) EuSEF [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2013:115:0018:0038:IT:PDF>
  - AMF [https://www.amf-france.org/en\\_US/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Financement-participatif---crowdfunding/Cadre-reglementaire.html](https://www.amf-france.org/en_US/Acteurs-et-produits/Prestataires-financiers/Financement-participatif---crowdfunding/Cadre-reglementaire.html) [Ultimo accesso: 03/01/2020]

- PLANETCOMPLIANCE.IT An overview of the French Crowdfunding Regulation (2016) [Online] Disponibile su: <https://www.planetcompliance.com/2016/06/07/overview-french-crowdfunding-regulation/> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO (2015) Proposta di Risoluzione sul tema “Verso un mercato unico digitale”. [Online] Disponibile su: [http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0371\\_IT.html](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/A-8-2015-0371_IT.html) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- COMMISSIONE EUROPEA (2018) Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese. [Online] Disponibile su: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/?uri=CELEX:52018PC0113> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2018) Proposta di Direttiva che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari [Online] Disponibile su: <https://secure.ipex.eu/IPEXL-WEB/dossier/document/COM20180099.do> [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- COMMISSIONE EUROPEA (2017) Public consultation on FinTech: a more competitive and innovative European financial sector [Online] Disponibile su: [https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-fintech\\_en](https://ec.europa.eu/info/consultations/finance-2017-fintech_en) [Ultimo accesso: 03/01/2020]
- PARLAMENTO EUROPEO e CONSIGLIO (2019) Risoluzione legislativa sulla proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese [Online] Disponibile su: [http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2019-0301\\_IT.pdf?redirect](http://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2019-0301_IT.pdf?redirect) [Ultimo accesso: 03/01/2020]

- BANKPEDIA.org <http://www.bankpedia.org/index.php/it/125-italian/r/22174-rischio-di-credito>
- FORBES.it <https://forbes.it/2019/09/11/real-estate-crowdfunding-walliance-aumento-di-capitale/>