

Aprile 2019

Il Debt crowdfunding: un tertium genus accanto all'Equity ed al Lending crowdfunding

Gioacchino Amato, Partner, Maria Luce Giorgi, Lawyer, Deloitte Legal

1. Introduzione: il Debt crowdfunding

La legge n. 145 del 30 dicembre 2018 recante bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021 (la "**Legge Finanziaria 2019**") ha introdotto una importante novità nel settore del *crowdfunding*, ampliando la portata delle modalità di raccolta di capitali presso il pubblico.

In particolare, la Legge finanziaria 2019 ha apportato due significative modifiche al D.lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998 (Testo Unico Finanziario, "**TUF**") in primo luogo introducendo nella definizione di portale per la raccolta di capitali di cui all'articolo 1, **comma 5-novies**, le seguenti parole "*nonché della raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*" ed inserendo all'art. **100-ter** (rubricato "Offerte attraverso portali per la raccolta di capitali") il comma 1-ter che prevede, oltre ai limiti stabiliti dal Codice Civile, che la sottoscrizione di obbligazioni o di titoli di debito tramite portali sia riservata "*agli investitori professionali e a particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob*" ed è effettuata in una sezione del portale diversa da quella in cui si svolge la raccolta del capitale di rischio.

La Legge Finanziaria 2019 ha pertanto esteso l'operatività, anche se con le accennate limitazioni, delle piattaforme di equity crowdfunding rendendo possibile il finanziamento tramite i portali delle piccole e medie imprese anche mediante la sottoscrizione di obbligazioni e o di strumenti finanziari di debito.

Tali modifiche normative hanno un notevole impatto dal punto di vista finanziario imprenditoriale, rendendo possibile il finanziamento per le imprese attraverso strumenti diversi rispetto a quelli tradizionali. Tuttavia, la descritta novità normativa impatta anche su norme che regolano attività riservate dalla legge a particolari categorie di soggetti e lo fa introducendo nel TUF uno strumento che, in considerazione dell'oggetto e della categoria di investitori, potrebbe definirsi "*debt crowdfunding*". Al momento, tuttavia, non sono stati ancora realizzati i necessari adeguamenti e raccordi sotto il profilo autorizzativo e regolamentare con gli strumenti di *equity crowdfunding*, il quale ultimo

finora rappresenta l'unico strumento di raccolta ad essere stato compiutamente regolato a livello di normativa primaria.

Tale nuova modalità di raccolta di capitale presenta evidenti differenze con l'*equity crowdfunding* sia dal punto di vista soggettivo che oggettivo; in primo luogo, infatti, occorre evidenziare che il limite relativo alla qualifica dei possibili investitori fa sorgere dei primi dubbi in relazione alla nozione stessa di *crowdfunding* (termine inglese, da *crowd* "pubblico" e *funding*, "finanziamento") che, sin dalla sua diffusione nel nostro ordinamento, è stato utilizzato come strumento di raccolta soprattutto, seppur non in via esclusiva, da parte di investitori *retail*. Come precedentemente evidenziato, il comma 1-ter dell'art. 100-ter del TUF riserva la sottoscrizione di tali obbligazioni o strumenti finanziari agli investitori professionali, definiti all'art. 1, comma 1, lett. j del Regolamento sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line*, adottato dalla Consob con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 (il "**Regolamento crowdfunding**") quali "*clienti professionali di diritto e i clienti professionali su richiesta*" individuati all'Allegato 3 del Regolamento Intermediari "*nonché i clienti professionali pubblici di diritto e i clienti professionali pubblici su richiesta*" individuati dal decreto n. 236, 11 novembre 2011 del Ministero dell'economia e delle finanze.¹ I clienti professionali si distinguono dunque in "di diritto" e "su richiesta" e sono gli investitori che possiedono un livello di competenza, esperienza e conoscenza tale da poter prendere le proprie decisioni di investimento in maniera consapevole, valutandone correttamente i rischi. Alla luce di ciò, tali tipologie di investitori necessitano di un livello di tutela meno rilevante rispetto a quella prevista dalla normativa nei confronti dei clienti *retail*, i quali non sono in possesso dell'esperienza, delle conoscenze e delle competenze proprie dei clienti professionali e delle controparti qualificate.

A tal riguardo, risulta difficile comprendere quali siano le ragioni sottese alla scelta del legislatore di applicare tale limitazione soggettiva alla raccolta di capitali di debito quando analoga limitazione non è stata prevista per gli strumenti di *equity* (destinati anche alla clientela *retail*) i quali presentano un profilo di rischio non meno elevato² rispetto agli strumenti finanziari di debito.

¹ Tale categoria di investitori si distingue dalle c.d. controparti qualificate, definite all'art. 6, comma 2-*quater*, lett. d del TUF, che costituiscono un sottoinsieme degli investitori professionali, trattandosi di banche, Sim, imprese di investimento e di assicurazione, OICR, gestori, fondi pensione, intermediari finanziari ex art. 106 TUB, istituti di moneta elettronica, i governi, etc.

² I rischi legati all'investimento in strumenti di *equity* vengono mitigati nel Regolamento *crowdfunding* dalle previsioni relative all'obbligo di condurre, direttamente o indirettamente, la verifica sul livello di esperienza e conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento stesso comporta, sulla base delle informazioni fornite dall'investitore. Anche in considerazione di tali presidi, che ricalcano, pur senza citarla esplicitamente, la tutela apprestata dalla Direttiva 2014/65/UE (MiFID II) si prevede che la Consob, in conformità con quanto previsto nel nuovo testo dell'art. 103-ter TUF, estenda tale forma di *crowdfunding* anche agli investitori *retail*. Cfr. G. Amato, *Il crowdfunding in Italia: il quadro regolamentare di riferimento*; in *Il crowdfunding. Operatività e prospettive* di Sviluppo, Eurilink University Press, 2018.

Con riferimento al profilo oggettivo, invece, il legislatore ha adoperato il termine obbligazioni o altro strumento finanziario di debito, lasciando intendere che l'oggetto del finanziamento non rappresenti un contratto di mutuo ma uno strumento finanziario di debito, il quale circola pertanto secondo le regole di circolazione di uno strumento finanziario e non di un contratto di mutuo e presenta le peculiarità tipiche degli strumenti finanziari, ossia standardizzazione e frazionabilità. Ciò comporta che questo modello di *debt crowdfunding* si discosta dal *lending crowdfunding* attualmente praticato da diverse piattaforme, dove il matching tra domanda di capitale di debito ed offerta di capitale di debito avviene in modo bilaterale (e quindi non in massa e senza pertanto la frazionabilità della sottoscrizione) ed in maniera *tailor-made* (mediante l'incrocio su un *book* di domanda ed offerta e non mediante una tipica offerta al pubblico di prodotti finanziari, avente natura sollecitatoria, rivolta in maniera uniforme *ad incertam personam*).

Al fine di meglio comprendere le problematiche inerenti alla previsione di questa seconda forma di crowdfunding, occorre, in via preliminare, illustrare brevemente le principali caratteristiche dei diversi strumenti di raccolta di capitale mediante portali *on-line* e ripercorrere brevemente la normativa attualmente in vigore.

2. Crowdfunding: la normativa nazionale e il quadro regolamentare di riferimento

Equity crowdfunding

L'*equity crowdfunding* costituisce una forma di offerta al pubblico di prodotti finanziari attraverso una piattaforma *on-line* che consente l'incontro tra domanda ed offerta di capitali; attraverso tale strumento gli investitori acquisiscono una partecipazione nella società i cui titoli sono oggetto di offerta, attraverso l'adesione all'offerta pubblicata sul portale.

Come noto la disciplina dell'*equity crowdfunding* è contenuta nei citati artt. 1, comma 5-*novies* (che definisce il portale per la raccolta di capitali per le piccole e medie imprese e per le imprese sociali), 50-*quinquies* e 100-*ter* del TUF e nel Regolamento Crowdfunding.

L'art. 50-*quinquies* del TUF prevede, in primo luogo, che l'attività di gestione dei portali di *crowdfunding* sia riservata a Sim, imprese di investimento, Sgr, Sicav e altri gestori, nonché ai **soggetti iscritti nell'apposito registro tenuto da Consob**, a condizione che questi ultimi **trasmettano gli ordini relativi alla sottoscrizione e alla compravendita degli strumenti finanziari** rappresentativi del capitale sociale **a banche, Sim, imprese di investimento e, nel caso di quote o azioni di Oicr, ai relativi gestori**. Il medesimo articolo, al comma 3, introduce una serie di previsioni per l'iscrizione a tale registro, prevalentemente di natura societaria e relative al possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità da parte dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, direzione e controllo all'interno della società, demandando alla Consob la determinazione nello specifico delle ulteriori condizioni per l'iscrizione al registro, dei principi e criteri relativi alla formazione dello stesso e all'iter autorizzativo dinanzi all'Autorità, competente ad esercitare, inoltre, la vigilanza sull'osservanza delle disposizioni in materia.

Il Regolamento *crowdfunding*, pertanto, disciplina il procedimento di autorizzazione, le modalità di presentazione dell'istanza e il suo contenuto informativo minimo, i requisiti, anche patrimoniali, in capo ai gestori, le regole di condotta e gli eventuali provvedimenti sanzionatori e cautelari nei confronti dei gestori (Parte I e Parte II) e prevede altresì talune norme relative alla disciplina delle offerte (Parte III).

Lending crowdfunding

La nozione di raccolta del risparmio trova la sua disciplina nell'art. 11 del D.lgs. n. 385 del 1 settembre 1993 (Testo Unico Bancario, “TUB”) che, al comma 2, dispone che lo svolgimento di tale attività è vietato ai soggetti diversi dalle banche; tale divieto, tuttavia, è mitigato da una serie di previsioni che, da un lato, escludono talune fattispecie dalla nozione di raccolta del risparmio e dall'altro introducono una serie di deroghe a tale divieto nei confronti dei soggetti non bancari.

In particolare, non costituisce raccolta del risparmio tra il pubblico la ricezione dei fondi connessa (i) all'emissione di moneta elettronica (ii) o da inserire in conti di pagamento utilizzati esclusivamente per la prestazione di servizi di pagamento e (iii) quella effettuata presso specifiche categorie di soggetti individuate in ragione di rapporti societari e di lavoro (commi *2-bis*, *2-ter* e 3).

Con riferimento poi al secondo profilo, il comma 4 del medesimo art. 11 del TUB esclude l'applicazione del divieto di cui al comma 2 a Stati, organismi internazionali, enti pubblici territoriali e in tutti i casi in cui la raccolta è effettuata dalle società ai sensi del Codice Civile mediante obbligazioni, titoli di debito o altri strumenti finanziari.

Al riguardo si osserva che il *lending crowdfunding* è uno strumento che permette l'incontro fra prenditori e finanziatori all'interno di piattaforme *on-line* per il finanziamento di progetti personali o imprenditoriali di PMI, associazioni senza scopo di lucro ed anche singole famiglie. Tale forma di *crowdfunding* si distingue dalle altre tipologie di strumenti di raccolta in quanto i finanziatori e i prenditori sottoscrivono un contratto di debito con il quale i primi concedono una somma di denaro mentre i secondi si impegnano a restituire tale importo ad un tasso di interesse maggiorato in un determinato periodo di tempo³.

In considerazione della mancanza di una disciplina giuridica *ad hoc*, l'attività dei gestori di tali piattaforme e dei finanziatori e prenditori è consentita nel rispetto delle regole e dei divieti di cui all'art. 11 del TUB e nelle modalità previste dal Provvedimento di Banca d'Italia n. 584/2016, recante disposizioni per la raccolta del risparmio da soggetti diversi dalle banche (il “**Provvedimento BdI**”).

A tal proposito, il Provvedimento BdI prevede specifiche disposizioni in aggiunta alle deroghe di cui all'art. 11 del TUB; in particolare, con riferimento ai gestori, non è

³ Marcello Bofondi, Questioni di Economia e Finanza, *Occasional Papers*, “Il *lending-based crowdfunding*: opportunità e rischi” (2017).

considerata raccolta di risparmio presso il pubblico quella effettuata ai sensi dei commi 2-bis **quando il gestore venga autorizzato ad operare come istituto di pagamento, istituto di moneta elettronica o intermediario finanziario ex art. 106 TUB.**

Per quanto riguarda i prenditori, non costituisce raccolta di risparmio presso il pubblico l'acquisizione di fondi (i) presso soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale, operanti nel settore bancario, finanziario, mobiliare, assicurativo e previdenziale o (ii) effettuata sulla base di trattative personalizzate con i singoli finanziatori. In tale ultimo caso le trattative vengono considerate "personalizzate" nelle ipotesi in cui i prenditori e i finanziatori sono in grado di determinare le clausole del contratto di finanziamento lasciando al gestore un ruolo di supporto allo svolgimento delle trattative precedenti alla formazione del contratto.

Al fine di impedire ai soggetti non bancari di raccogliere fondi per ammontare rilevante, è inoltre previsto un limite massimo, di importo contenuto, per l'acquisizione di fondi da parte dei prenditori attraverso lo strumento dei portali *on-line*.⁴

Pertanto, in conformità con quanto previsto dalle citate disposizioni, per esercitare l'attività di raccolta di risparmio presso il pubblico i **gestori devono essere autorizzati dalla Banca d'Italia ad operare come istituti di pagamento, istituti di moneta elettronica o come intermediari finanziari**, secondo le modalità previste dalla normativa di riferimento.

3. Conclusioni

L'*equity crowdfunding*, il *lending crowdfunding* ed il *debt crowdfunding* costituiscono modalità innovative per la raccolta di capitale di rischio e di debito il cui successo deriva da una sempre maggiore disintermediazione finanziaria e bancaria e dai relativi vantaggi economici a questa conseguenti.

Dalle profonde differenze esistenti tra le tre fattispecie discendono profonde diversità in merito a: a) i soggetti autorizzati ad organizzare le relative piattaforme di raccolta o di incrocio tra domanda ed offerta; b) l'oggetto dell'offerta; c) i destinatari dell'offerta; d) le Autorità di Vigilanza coinvolte, come rappresentato di seguito nella tabella riepilogativa.

⁴ Ursula Ciaravolo, Il crowdfunding e gli intermediari finanziari in "Il crowdfunding. Operatività e prospettive di Sviluppo", Op.cit.

	Soggetti che possono assumere la qualifica di Gestore del portale	Oggetto dell'offerta	Destinatari dell'offerta	Autorità di vigilanza coinvolte
Equity crowdfunding	(i) Sim; (ii) Imprese di investimento UE; (iii) imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia; (iv) i gestori di cui all'art. 1 co. 1 lett. q)-bis ⁵ , limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese; (v) soggetti iscritti in apposito registro tenuto dalla Consob 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 dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori (vi) banche.	Azioni o quote rappresentative del capitale sociale di: (i) piccole e medie imprese, (ii) imprese sociali, (iii) organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in piccole e medie imprese.	(i) Investitori professionali; (ii) investitori <i>retail</i> .	Consob
Lending crowdfunding	(i) Istituti di pagamento, (ii) istituti di moneta elettronica, (iii) intermediari finanziari di cui all'art. 106 del TUB autorizzati a prestare servizi di pagamento.	Mutui, generalmente a tasso fisso, di importo compreso tra mille e un milione di euro, che prevedono il pagamento di rate composte da una quota capitale e da una quota interesse.	Lender professionali e <i>retail</i> .	Banca d'Italia
Debt crowdfunding	(i) Sim; (ii) Imprese di investimento UE; (iii) imprese di paesi terzi diverse dalle banche autorizzate in Italia; (iv) i gestori di cui all'art. 1 co. 1 lett. q)-bis, limitatamente all'offerta di quote o azioni di Oicr che investono prevalentemente in piccole e medie imprese; (v) soggetti iscritti in apposito registro tenuto dalla Consob condizione che questi ultimi trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche,	Obbligazioni o strumenti finanziari di debito emessi da piccole e medie imprese.	(i) Investitori professionali, (ii) particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob.	Consob e Banca d'Italia

⁵ Sgr, Sicav e Sicaf che gestiscono direttamente i propri patrimoni, società di gestione UE, GEFIA UE, GEFIA non UE, gestori di EuVECA, gestori di EuSEF e gestori di ELTIF.

	Sim, imprese di investimento UE e imprese di paesi terzi diverse dalle banche, e gli ordini riguardanti azioni o quote degli Oicr ai relativi gestori; (vi) banche.			
--	---	--	--	--

La partecipazione del finanziatore al capitale di rischio della società che avviene tramite l'*equity crowdfunding* fa sorgere esigenze di trasparenza a tutela del pubblico e del corretto funzionamento del mercato dei capitali, in considerazione dei possibili rischi di asimmetria informativa e di illiquidità degli strumenti finanziari. In considerazione di tali esigenze la disciplina e la vigilanza sul corretto funzionamento della raccolta di capitali di rischio tramite portali *on-line* è stata attribuita dal legislatore alla Consob.

Al contrario, poiché il *lending crowdfunding* è incentrato sullo schema *peer-to-peer*, dal momento che il soggetto che aderisce alla raccolta eroga un prestito che il promotore è tenuto a restituire ad interessi maggiorati, l'interesse da tutelare è legato alla solidità patrimoniale e all'affidabilità dei soggetti che gestiscono i flussi finanziari, richiedendo pertanto l'applicazione della normativa e della vigilanza prudenziale della Banca d'Italia.

In tale quadro giuridico, il "*debt crowdfunding*" sembra costituire un *tertium genus* che si distingue dalle tipologie descritte sia sotto il profilo oggettivo che soggettivo. La mancanza di previsioni specifiche in materia e in assenza di ulteriori disposizioni attuative ci si chiede, dunque, come debbano essere interpretate le integrazioni al TUF apportate dalla Legge Finanziaria 2019 e, in particolare, se per il *Debt crowdfunding* valgono le medesime considerazioni svolte dall'Autorità di Vigilanza bancaria in merito al *Lending crowdfunding* e, in caso affermativo, come i processi autorizzativi dinanzi alla Banca d'Italia si intersechino con il provvedimento di autorizzazione della Consob all'istanza di iscrizione al registro dei gestori dei portali *on-line* di cui all'art. 50-*quinquies*, comma 2 del TUF. Sul punto però, ad avviso degli scriventi, esigenze di coerenza normativa richiederebbero di consentire al gestore di una piattaforma di *Debt crowdfunding* di esternalizzare a soggetto terzo la gestione dei flussi finanziari, analogamente a quanto viene consentito ai gestori delle piattaforme di *Equity crowdfunding*. Sotto questo profilo, pertanto, il *Debt crowdfunding* dovrebbe mutuare aspetti dell'*Equity crowdfunding* piuttosto che del *Lending*.

Alla luce di quanto sopra, l'estensione *tout-court* delle disposizioni di cui al Regolamento *crowdfunding* alla raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito necessita di una serie di scelte ermeneutiche o di provvedimenti applicativi per colmare le lacune applicative che si riscontrano nella prassi.