

ATTUALITÀ

L'attuazione del regolamento europeo in materia di crowdfunding

6 Aprile 2023

Elena Fregonara, Professore Associato di Diritto Commerciale,
Università degli Studi del Piemonte Orientale



Elena Fregonara, Professore Associato
di Diritto Commerciale, Università degli
Studi del Piemonte Orientale

1. Il percorso normativo del *crowdfunding* in Italia dal 2012 ad oggi

La recente pubblicazione del decreto attuativo (d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, G.U. n. 71 del 24 marzo 2023) del regolamento europeo relativo ai fornitori di servizi *crowdfunding* (reg. UE 2020/1503) rappresenta l'ultimo tassello normativo importante nel nostro ordinamento con riguardo alla disciplina dello strumento alternativo di finanziamento che si uniforma, in tal modo, a livello europeo: come noto, tale meccanismo si basa sull'utilizzo della tecnologia nel settore della finanza e, in particolare, consente ad un gestore di una piattaforma *online* di offrire la possibilità a chi intende realizzare un progetto – frequentemente *start up* innovative ma anche PMI – di proporlo sul *web* affinché venga finanziato dai soggetti interessati.

La prima regolamentazione in Italia del c.d. *equity based crowdfunding* risale ad una decina di anni fa: con il d.l. 179/2012, c.d. Decreto crescita *bis*, veniva introdotta nel nostro ordinamento la disciplina delle *start up* innovative, che prevedeva – inizialmente solo per esse – un sistema di finanziamento “collettivo”, disciplinato nella fonte primaria attraverso l’inserimento di nuove norme nel d.lgs. 58/1998, Testo unico della finanza (d’ora in poi TUF) e, a livello di normativa secondaria, con la successiva emanazione di un regolamento Consob, n. 18592 del 26 giugno 2013, che ha subito continue ed importanti modificazioni nel corso degli anni. La possibilità di reperire capitali di rischio – e in un secondo momento anche strumenti di debito – attraverso i portali veniva dapprima estesa a tutte le PMI innovative (d.l. 3/2015, convertito in l. 33/2015) e, con la legge bilancio 2017, ulteriormente offerta a tutte le PMI, anche non innovative (d.l. 50/2017, convertito in l. 96/2017).

Il regolamento Consob risulta ancora applicabile – in regime transitorio – ma per un breve periodo e precisamente sino al 10 novembre 2023 (come previsto dall’art. 1 reg. UE 2022/1988 del 12 luglio 2022, ove la Commissione Europea, esercitando l’opzione prevista dal par. 3 dell’art. 48 del reg. UE 2020/1503, ha allungato il periodo transitorio contemplato nel paragrafo 1 della medesima norma per le piattaforme autorizzate prima del 10 novembre 2021): da quel momento, infatti, verrà sostituito dal regolamento di matrice europea a cui il decreto in commento dà attuazione.

Sulla scia della pionieristica normativa italiana molti Stati hanno regolamentato il fenomeno con sche-

mi differenti, rendendo auspicabile e necessario un intervento dell'Unione Europea.

Il regolamento (UE) 2020/1503 (c.d. regolamento ECSP, *European Crowdfunding Service Providers*) relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per il *business*, che disciplina *equity-based* e *lending-based crowdfunding* e modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, è stato pubblicato il 20 ottobre 2020 nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, entrato in vigore il 9 novembre 2021, diventerà obbligatorio per tutti gli Stati membri dall'11 novembre 2023. Ad esso è seguita l'emaneazione di una serie di regolamenti UE delegati e di attuazione (numeri da 2111 a 2123, tutti datati 13 luglio 2022) che includono norme tecniche per l'operatività dei fornitori di servizi di *crowdfunding* in merito, tra gli altri, ai seguenti aspetti: obblighi in materia di conflitto di interesse, requisiti e modalità per l'autorizzazione, scambio di informazioni tra le autorità competenti, test di ingresso e verifica delle conoscenze e capacità di sostenere le perdite per i potenziali investitori, misure e procedure per il piano di continuità operativa, scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento.

A livello nazionale, alla luce dei criteri e principi direttivi stabiliti nell'ambito della legge di delegazione UE per l'anno 2021, l. n. 127/2022, è stato pubblicato il 24 marzo 2023 il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 (in vigore dall'8 aprile 2023), che recepisce il regolamento (UE) 2020/1503 e modifica il TUF agli artt. li 1, comma 5-*novies*, 4 *sexies*, 50 *quinquies* (abrogato), art. 100 *ter*, art. 190, comma 1 *bis*, art. 190 *quater*).

2. Il quadro regolamentare europeo

Pare necessario, prima di esaminare il recentissimo decreto attuativo, fare una breve ricognizione in relazione alle principali novità del regolamento europeo che stabilisce requisiti uniformi in tema di prestazione di servizi di *crowdfunding*, organizzazione, autorizzazione e vigilanza dei fornitori dei medesimi all'interno dell'Unione Europea, riconducendo ad un medesimo quadro normativo l'*equity* e il *lending crowdfunding* e così ampliando le offerte di investimento, oltre ad agevolare l'operatività *cross-border* delle piattaforme in tutti i Paesi europei.

Il regolamento non si applica ai servizi di *crowdfunding* forniti a titolari di progetti che siano consumatori e alle offerte superiori ad un importo di 5 milioni di euro calcolato su un periodo di dodici mesi (contro gli 8 milioni previsti dal regolamento Consob).

I servizi di *crowdfunding* consistono, come si legge, nella prestazione congiunta di servizi di ricezione e trasmissione di ordini ai clienti e nel collocamento dei valori mobiliari o degli strumenti ammessi su una piattaforma pubblica che fornisce un accesso illimitato agli investitori: in Italia, come noto, ai gestori di piattaforme (salvo che non si tratti già di gestori di diritto) non è consentito svolgere tali attività. Espressamente si prevede poi che al fornitore è consentito di svolgere attività diverse ma ancillari alla prestazione di servizi di *crowdfunding*, le quali tipicamente possono consistere nella selezione dei progetti da finanziare, nella custodia degli strumenti offerti sul portale, nella gestione delle bacheche elettroniche, nell'eventuale prestazione di servizi di pagamento.

Il fornitore può inoltre offrire servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti, rispettando i parametri indicati dagli investitori e disponendo di solide procedure e metodologie interne: a tal fine il gestore dovrà dotarsi di assetti organizzativi adeguati e specifici per calcolare il rischio di credito per singoli progetti ma anche complessivamente sul portafoglio.

Per favorire la trasparenza per gli investitori, il registro pubblico dei fornitori risulta centralizzato presso ESMA (*European Securities and Markets Authority*) e contiene, tra le altre informazioni, anche quella attinente al servizio di *crowdfunding* per il quale il fornitore è stato autorizzato ed un elenco di Stati membri in cui ogni fornitore ha intenzione di operare.

I fornitori di servizi sono esclusivamente persone giuridiche autorizzate dall'autorità competente dello Stato membro in cui sono stabilite: dunque anche imprese diverse dalle PMI hanno la possibilità di raccogliere capitale di rischio.

Occorre fornire al potenziale investitore un documento informativo standardizzato sull'investimento a livello di piattaforma (*Key Investment Information Sheet*, KIIS), corretto, chiaro e non fuorviante, nonché una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento redatta dal titolare del progetto che segnali gli specifici rischi, compreso quello di perdita anche totale di quanto investito e di illiquidità.

Viene definita – superando tutte le incertezze che hanno caratterizzato la nostra regolamentazione – nell'allegato II del medesimo regolamento la categoria degli investitori sofisticati, sostanzialmente equiparabili ai clienti professionali ai sensi della Mifid ma con una specifica declinazione sullo strumen-

to del *crowdfunding*.

Nella prospettiva di tutelare gli investitori c.d. non sofisticati (individuabili in via residuale come tutti quelli che non rivestono le caratteristiche per essere considerati sofisticati) è stata introdotta una valutazione di appropriatezza rafforzata e rispetto a questi il fornitore effettua anche una simulazione in merito alla capacità di sostenere perdite. In ogni caso, qualora un potenziale investitore non sofisticato accetti una singola offerta di *crowdfunding* in virtù della quale effettuerebbe un investimento “a rischio”, il fornitore deve provvedere affinché tale investitore: riceva un’avvertenza sui rischi, fornisca un consenso esplicito al fornitore di servizi di *crowdfunding* e dimostri al fornitore che comprende l’investimento e i relativi rischi.

Nella medesima ottica di proteggere le parti più deboli dell’operazione, viene concesso un c.d. periodo di riflessione precontrattuale, durante il quale il potenziale investitore non sofisticato può revocare in qualsiasi momento la sua offerta di investire o la sua manifestazione di interesse senza fornire alcuna motivazione né incorrere in nessuna penalità.

Vengono inserite regole più severe per il conflitto di interessi e incentivi per le piattaforme, che includono il divieto per i gestori di aderire alle offerte pubblicate sulla propria piattaforma; sono inoltre previsti requisiti prudenziali in termini di capitale minimo e *business continuity* a carico dei fornitori.

Il regolamento, infine, per agevolare un mercato secondario degli investimenti pare mutuare dal nostro ordinamento il modello delle bacheche elettroniche sulle quali si consente ai propri clienti di pubblicizzare l’interesse per l’acquisto e la vendita di prestiti, di valori mobiliari o di altri strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*: la bacheca, tuttavia, non deve essere utilizzata per l’incontro di interessi di acquisto e di vendita mediante protocolli o procedure operative interne del fornitore in modo da dare luogo a contratti e non consiste in un sistema interno di abbinamento che esegue gli ordini dei clienti su base multilaterale.

Gli Stati membri designano le autorità competenti responsabili per l’espletamento delle funzioni e dei compiti previsti dal regolamento: l’ESMA pubblica sul proprio sito *web* l’elenco delle autorità competenti designate.

3. Il quadro normativo italiano dopo il d.lgs. 30/2023 di attuazione della normativa europea

A livello nazionale, il regolamento ECPS introduce dunque per la prima volta una disciplina anche relativa al *lending crowdfunding* per le imprese, mentre sostituisce il quadro normativo finora applicabile ai gestori di portali di *crowdfunding* (regolamento Consob, n. 18592/2013).

Nell’implementare quindi il regolamento europeo ed armonizzarlo con le norme nazionali, il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 è intervenuto sul TUF, modificando alcuni articoli, e, in particolare, individuando una specifica suddivisione di competenze in materia di autorizzazione e vigilanza tra Banca d’Italia e Consob.

Prima di tutto viene introdotta nell’art. 1, comma 5-*novies*, d.lgs. 58/1998 la nozione di «servizi di *crowdfunding*» attraverso un rinvio all’art. 2, paragrafo 1, lettera a), del regolamento (UE) 2020/1503: si tratta di un servizio che, abbinando gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l’utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*, svolge le seguenti attività: «i) intermediazione nella concessione di prestiti; ii) collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all’allegato I, sezione A, punto 7), della direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*».

Il tema centrale della vigilanza è disciplinato dalla lettera b) del primo comma dell’art. 1 del decreto che inserisce nel TUF il nuovo articolo 4-*sexies*.1, ove al primo comma vengono individuate la Consob e la Banca d’Italia quali autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento europeo: la prima competente ad assicurare l’osservanza degli obblighi imposti dal medesimo regolamento in materia di trasparenza e correttezza dei comportamenti; la seconda, d’altro canto, competente per quanto riguarda il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari. A tali fini Consob e Banca d’Italia sono chiamate ad adottare con proprio regolamento le relative disposizioni attuative.

La Consob, sentita la Banca d’Italia, autorizza i fornitori di servizi di *crowdfunding* e revoca l’autorizzazione; in deroga a tale disposizione, tuttavia, viene previsto che la Banca d’Italia, sentita la Consob,

possa autorizzare come fornitori di servizi di *crowdfunding* anche le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari iscritti nell'albo di cui all'articolo 106, d.lgs. n. 385/1993 (Testo unico bancario, TUB), e possa altresì revocare, sentita la Consob, la relativa autorizzazione.

Si prevede altresì che la Banca d'Italia e la Consob, per l'esercizio delle competenze e dei poteri loro attribuiti, operino in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui fornitori di servizi di *crowdfunding*; per svolgere le proprie funzioni Consob e Banca d'Italia dispongono dei poteri di indagine e di vigilanza previsti dal regolamento europeo.

Il comma dodicesimo del nuovo TUF art. 4-*sexies*.1 stabilisce l'applicazione, ai fornitori di servizi di *crowdfunding*, della disciplina di cui agli articoli 4-*undecies* e 4-*duodecies*, commi 1, 2 e 2-*bis* TUF con riferimento alla segnalazione interna delle eventuali violazioni (cosiddette procedure di *whistleblowing*).

Si è poi realizzata una significativa modifica dell'inquadramento normativo in funzione del recepimento del regolamento europeo con l'abrogazione dell'art. 50 *quinquies* TUF, che definisce i c.d. gestori di portali (secondo due tipologie: autorizzati e di diritto), i loro requisiti per l'iscrizione su di un apposito registro tenuto dalla Consob, rinviando al regolamento Consob per l'ulteriore disciplina: con l'entrata in vigore del regolamento ECPS i gestori di portali risultano sostituiti dai fornitori di servizi di *crowdfunding*, iscritti nel registro tenuto dall'ESMA.

Viene significativamente riscritto 100-*ter* del TUF, rubricato «Offerte di *crowdfunding*», stabilendo che in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, comma 1, c.c. le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503. Ne segue che il nuovo oggetto delle offerte di *crowdfunding* sono i prestiti, i valori mobiliari (azioni, obbligazioni) e gli altri "strumenti ammessi" a fini di *crowdfunding*, emessi da titolari di progetti ovvero società veicolo. Non possono, in ogni caso, essere collocate quote di OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio); d'altro canto, le campagne che riguardano investimenti indiretti effettuati tramite società veicolo (SPV, *special purpose vehicle*) sono possibili solo in specifici casi. Resta la possibilità, che era già contemplata in precedenza, di optare per il regime alternativo di trasferimento delle quote di capi-

tale di rischio sottoscritto, e così l'alienazione delle quote da parte di un sottoscrittore o del successivo acquirente avviene mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti da intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-*bis*), ed e) TUF.

Con riferimento alle schede contenenti le informazioni chiave sull'investimento e sull'investimento a livello di piattaforma, viene posta in capo al titolare del progetto la responsabilità in caso di informazioni fuorvianti o imprecise ovvero qualora la scheda ometta informazioni fondamentali, necessarie per aiutare gli investitori a valutare se finanziare il progetto di *crowdfunding* ovvero se investire attraverso la gestione individuale di portafogli di prestiti.

La lettera e) del primo comma del decreto modifica l'articolo 190, comma 1-*bis*, TUF, recante le sanzioni amministrative pecuniarie in tema di intermediari, ma solo al fine di adeguare il testo normativo. La successiva lettera f) sostituisce l'articolo 190-*quater* del TUF, recante le sanzioni amministrative in tema di servizi di *crowdfunding* in caso di inosservanza delle disposizioni richiamate dall'art. 39, paragrafo 1, del regolamento europeo.

Il comma 2, dell'art. 1, d.lgs. 30/2023, prevede che Consob e Banca d'Italia possono, nei propri emanandi regolamenti, stabilire procedure di autorizzazione semplificate per i soggetti che, alla data di entrata in vigore del regolamento europeo, risultavano già autorizzati a norma del diritto nazionale a prestare servizi di *crowdfunding*, nonché per le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli altri intermediari vigilati che alla medesima data prestavano tali servizi.

Infine, il decreto ricorda che ai gestori di portali, durante il periodo transitorio e quindi sino al 10 novembre 2023, continuano ad applicarsi le disposizioni del TUF in vigore precedentemente all'entrata in vigore del d.lgs. 30/2023 (8 aprile 2023).

4. Nuove prospettive

Con il Regolamento (UE) 2020/1503 il fenomeno del *crowdfunding* è stato disciplinato - come era auspicabile - in modo uniforme in tutti i Paesi membri: con l'attuazione del medesimo, a livello nazionale, si registra così un'esplicita estensione dell'ambito di applicazione soggettivo, alle imprese in genere, ed

oggettivo, non solo *equity*, i.e. servizi di collocamento di valori mobiliari ovvero altri strumenti, ma anche *lending*, i.e. servizi di intermediazione nella collocazione di prestiti per il *business*, non solo "dentro i confini" ma anche *cross border* con l'obiettivo condivisibile di creare un mercato unico.

Sotto il primo profilo, in particolare, si osserva che la riformulazione del primo comma dell'art. 100 *ter* TUF estende espressamente a tutte le s.r.l., in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, comma 1, c.c., la possibilità di accedere a forme di raccolta di capitale attraverso il *crowdfunding* nei limiti previsti dal regolamento ECPS: scompare infatti il riferimento alle PMI e quindi ai limiti dimensionali delle imprese. Tale ampliamento sembra rappresentare una nuova opportunità di finanziamento per le società a responsabilità limitata anche in un momento successivo al periodo di *start up*, se innovative e di dimensioni medio-grandi. La prassi conferma che le grandi protagoniste di queste operazioni di finanziamento restano le società a responsabilità limitata e, nello specifico, al momento ancora le *start up* innovative s.r.l.

La novella non pare, tuttavia, ben "coordinata" con la possibilità di emettere - in deroga alle norme di diritto comune - categorie di quote, strumentali ad attrarre investitori, che resta una prerogativa delle sole PMI s.r.l. alla luce del d.l. 50/2017 (come noto, l'art. 57 del decreto aveva introdotto importanti modifiche all'art. 26, d.l. 179/2012, sostituendo ai commi secondo, quinto e sesto le parole «*start up* innovative» con l'espressione «PMI»). D'altro canto, in merito pare significativo segnalare che i dati statistici testimoniano che si è ulteriormente consolidata la pratica di offrire titoli con diritti differenziati rispetto a quelli dei fondatori e anche in funzione degli importi investiti (quote non votanti per chi investe importi ridotti ovvero con diritti di voto limitati).

Altra importante novità del regolamento europeo, sotto il profilo dell'ampliamento dell'ambito oggettivo di operatività, è rappresentata dall'estensione delle nuove regole disciplinari anche al *lending-based crowdfunding*, meccanismo che prevede l'erogazione da parte degli investitori in favore delle imprese di prestiti sotto qualsiasi forma compresa la sottoscrizione di obbligazioni, titoli di debito e altri strumenti di debito. I dati registrano una costante crescita del numero di piattaforme *lending* e a questo punto si può affermare che verosimilmente la regolamentazione europea ha sostenuto questa espansione, seppure si profilano all'orizzonte per questi operatori adempimenti nuovi e rigidi in termini di politiche e procedure adeguate nonché presidi per evitare conflitti di interessi.

Dal regolamento sono rimaste escluse le forme di *peer-to-peer lending crowdfunding*, c.d. finanziamenti tra individui, soggetti qualificabili come consumatori: tale scelta potrebbe determinare non pochi problemi di carattere operativo, in mancanza di un quadro normativo di riferimento, per coloro che già svolgono tali attività. Per completezza, si precisa che restano altresì esclusi dall'applicazione del regolamento ECPS anche i portali destinati alle operazioni di *donation* e *reward crowdfunding* per i quali la raccolta di fondi è connessa al sostegno di uno scopo benefico ovvero a una specifica "ricompensa" (*reward*), che potrebbe consistere in un bene o in un servizio che viene realizzato grazie ai fondi raccolti. In questi casi, occorre segnalare, in modo ben visibile, sul sito *web* che si tratta di servizi non soggetti ad autorizzazione o vigilanza da parte della Banca d'Italia o della Consob come prevede il nuovo art. 100-*ter*, comma 9, TUF.

DB non solo
diritto
bancario

A NEW DIGITAL EXPERIENCE

 **dirittobancario.it**

