

DIRITTO SOCIETARIO

La disciplina della prestazione dei servizi di crowdfunding nel Regolamento UE 2020/1503

di **Maurizio Ragno**



PATRIMONI, FINANZA E INTERNAZIONALIZZAZIONE
Strumenti di gestione e protezione per privati ed imprese

IN OFFERTA PER TE € 136,50 + IVA 4% anziché € 210 + IVA 4%

Inserisci il codice sconto **ECNEWS** nel form del carrello on-line per usufruire dell'offerta

Offerta non cumulabile con sconto Privilege ed altre iniziative in corso, valida solo per nuove attivazioni.
Rinnovo automatico a prezzo di listino.

ABBONATI ORA

-35%

Con il Regolamento UE 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 è stata introdotta a livello comunitario una disciplina ad hoc per le operazioni di lending-based crowdfunding e di investment-based crowdfunding che consente agli intermediari autorizzati ai sensi del Regolamento di prestare i loro servizi anche in altri Stati membri. Vengono altresì previste - tra l'altro - specifiche disposizioni volte a tutelare gli investitori che intendono aderire a un'operazione di crowdfunding rientrante nell'ambito di applicazione del Regolamento.

Ambito di applicazione del regolamento

Riconoscendo l'importanza che il *crowdfunding* può avere come forma di finanza alternativa per le *start-up* e per le piccole e medie imprese il Legislatore UE ha adottato il Regolamento UE 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020 (c.d. "*European Crowdfunding Service Provider Regulation*" o, in breve, "*ECSPR*", di seguito anche solo "*Regolamento*"). Successivamente nel novembre del 2021 sono state pubblicate dettagliate norme tecniche di regolamentazione e di attuazione che integrano in vari punti la disciplina delineata dal Regolamento.

Finalità principale dell'intervento normativo, che rappresenta una delle iniziative individuate per creare "*un'Unione dei mercati dei capitali, volta ad ampliare l'accesso ai finanziamenti per le imprese innovative, le start-up e altre aziende non quotate*", è quella di introdurre un quadro normativo omogeneo per consentire la promozione di servizi transfrontalieri di *crowdfunding* in ambito UE e superare le attuali differenze esistenti tra le normative nazionali.

Va subito precisato che il Regolamento disciplina non tutte le forme di *crowdfunding*, bensì le sole operazioni di *lending-based crowdfunding* e di *investment-based crowdfunding*. Oggetto di regolamentazione è, infatti, il “servizio di *crowdfunding*”, definito come l’abbinamento degli “interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti, tramite l’utilizzo di una piattaforma di *crowdfunding*” nell’ambito di una delle seguenti attività:

1. intermediazione nella concessione di prestiti;
2. collocamento senza impegno irrevocabile e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti relativi a valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* emessi da titolari di progetti o società veicolo.

Per quanto concerne la prima attività viene chiarito che l’intermediazione nella concessione di prestiti comprende servizi quali la presentazione di offerte ai clienti e la determinazione del prezzo o la valutazione del rischio di credito dei progetti o dei titolari di progetti. I prestiti oggetto di intermediazione devono, inoltre, presentare l’obbligo incondizionato di rimborso all’investitore dell’importo concordato di denaro, mentre le piattaforme di *crowdfunding* hanno il solo compito di agevolare la conclusione dei contratti di prestito, senza che il fornitore del servizio possa agire in alcun momento come creditore del titolare del progetto.

In merito alla nozione di collocamento senza impegno irrevocabile e di ricezione e trasmissione di ordini il Regolamento rinvia, invece, a quanto previsto dalla Direttiva 2014/65/UE (c.d. “MiFID2”), pur chiarendo nel contempo che le disposizioni di tale Direttiva non trovano applicazione a coloro che forniscono servizi di *crowdfunding* ai sensi del Regolamento in esame.

In forza del richiamo operato sempre alla Direttiva 2014/65/UE sono da considerare “valori mobiliari” le categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, quali:

- le azioni di società e gli altri titoli equivalenti ad azioni di società, di *partnership* o di altri soggetti e i certificati di deposito azionario;
- le obbligazioni e gli altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli;
- qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere altri valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure.

Sono, invece, “strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*” le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni. In sede di primo commento del Regolamento si è ritenuto che “il confronto tra le diverse versioni - tutte ufficiali - del regolamento sembra avvalorare peraltro un’interpretazione estensiva della *fattispecie*, idonea a comprendere non soltanto le azioni (non negoziate in un mercato regolamentato ndA), ma anche le quote di s.r.l., purché liberamente trasferibili e non soggette a

restrizioni riguardanti le modalità di offerta”.

Va, comunque, tenuto presente che sono esplicitamente esclusi dall'ambito di applicazione delle disposizioni del Regolamento i servizi di *crowdfunding* forniti a titolari di progetti che sono consumatori, nonché le offerte di *crowdfunding* superiori a un importo di 5.000.000 euro, anche se hanno a oggetto valori mobiliari o strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*.

Riserva di attività concernente la prestazione dei servizi di *crowdfunding*

Il Regolamento riserva la prestazione del servizio di *crowdfunding* unicamente a persone giuridiche stabilite nell'Unione Europea e che hanno ottenuto un'apposita autorizzazione da parte dell'Autorità competente dello Stato membro in cui hanno sede (c.d. “*fornitori di servizi di crowdfunding*”, di seguito anche “*crowdfunding service provider*” o, in breve, “Csp”). L'autorizzazione è rilasciata, previa presentazione di apposita domanda, soltanto se ricorrono determinati requisiti, che riguardano tra l'altro:

- l'adozione e attuazione da parte del Csp di politiche e procedure adeguate, in grado di garantire una gestione efficace e prudente dell'intermediario stesso, comprese la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse;
- l'adozione da parte del Csp di procedure efficaci e trasparenti per il trattamento tempestivo, equo e coerente dei reclami presentati dai clienti, in linea con le disposizioni del Regolamento e delle norme tecniche di regolamentazione emanate dall'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (Esma);
- la sussistenza di presidi prudenziali, sotto forma di capitali propri e/o di polizze assicurative;
- l'adozione di un piano di continuità operativa;
- l'onorabilità delle persone fisiche coinvolte nella gestione e dei soci che detengono il 20% o più del capitale sociale o dei diritti di voto del Csp;
- la professionalità delle persone fisiche coinvolte nella gestione del Csp, nonché l'impegno da parte loro di dedicare un tempo sufficiente all'esercizio delle funzioni assegnate.

L'autorizzazione deve contenere l'indicazione dei servizi che il Csp è legittimato a prestare e deve essere comunicata all'Esma da parte dell'Autorità competente che l'ha rilasciata. Sulla base delle comunicazioni ricevute l'Esma provvede ad aggiornare un apposito registro dei fornitori di servizi di *crowdfunding* (c.d. “*Register of crowdfunding services providers*”), che è accessibile al pubblico sul sito *web* dell'Esma.

Ottenuta l'autorizzazione, che può essere oggetto non solo di estensione, ma anche di revoca, da parte dell'Autorità competente, il Csp può svolgere le attività per le quali è stato autorizzato in Stati diversi da quello in cui ha sede, seguendo l'*iter* - piuttosto semplificato -

delineato dal Regolamento.

Prestazione del servizio di *crowdfunding*

Il Regolamento contiene regole di condotta che i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono tenuti a rispettare e che risultano spesso mutate, seppure con gli opportuni adattamenti, dalle disposizioni dettate dalla Direttiva MiFID2 per la prestazione dei servizi di investimento. In particolare, si richiede ai Csp di agire “*in modo onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei loro clienti*”, con la precisazione che tali intermediari:

- non possono pagare, né accettare remunerazioni, sconti o benefici non monetari per l'attività di canalizzazione degli ordini degli investitori verso una determinata offerta di *crowdfunding* presente su una piattaforma, indipendentemente dal soggetto che gestisce quest'ultima;
- sono tenuti a pubblicare le procedure per il trattamento dei reclami presentati dai clienti;
- non possono partecipare ad alcuna offerta di *crowdfunding* pubblicata o da pubblicare sulla loro piattaforma;
- devono adottare tutte le misure opportune per evitare, individuare, gestire e comunicare eventuali situazioni di conflitto di interessi in cui possono venire a trovarsi.

In merito a quest'ultimo punto il dato normativo dispone che possono essere accettati come titolari di progetti:

1. i partecipanti al capitale che detengono il 20%, o più, del capitale azionario o dei diritti di voto del Csp;
2. i dirigenti o dipendenti del Csp;
3. qualsiasi persona fisica o giuridica collegata a tali azionisti, dirigenti o dipendenti da un legame di controllo;

solo e soltanto se il Csp pubblica determinate informazioni sul proprio sito *web*.

Particolari regole vengono stabilite sia nell'eventualità in cui il Csp svolga ulteriori attività (quali - ad esempio - il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti o, nei soli casi ammessi, i servizi di custodia delle attività o servizi di pagamento), sia con riferimento ai rapporti tra i Cps e i titolari del progetto e tra i Cps e gli investitori (o i potenziali investitori).

Rapporti tra Cps e titolari del progetto

I titolari di un progetto oggetto di offerta ai sensi del Regolamento sono tenuti a predisporre e

a comunicare al Csp la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento che deve essere (da quest'ultimo) messa a disposizione dei potenziali investitori. Nella scheda devono essere riportate, oltre alle informazioni dettagliate indicate nell'Allegato I del Regolamento, anche:

1. una specifica clausola di esclusione della responsabilità, che deve figurare sotto il titolo della scheda e che evidenzia come l'offerta di *crowdfunding* non è verificata, né approvata, dalle Autorità competenti o dall'Esma, e che non necessariamente è stata valutata l'idoneità dell'esperienza e delle conoscenze dell'investitore, per cui se dovesse procedere all'investimento l'investitore verrebbe ad assumersi pienamente i rischi connessi all'investimento stesso, compreso il rischio di perdita parziale o totale del denaro investito;
2. la segnalazione che l'investimento comporta rischi, anche di perdita parziale o totale del denaro investito, e non è coperto dai regimi di garanzia dei depositi istituiti in conformità della Direttiva 2014/49/UE, né dal sistema di indennizzo degli investitori previsto dalla Direttiva 97/9/CE. Inoltre, deve essere data evidenza del fatto che l'investitore potrebbe non ricevere alcun ritorno sull'investimento, per cui - non trattandosi di un prodotto di risparmio - si consiglia all'investitore di non investire più del 10% del proprio patrimonio netto in progetti di *crowdfunding*, anche tenuto conto che l'investitore potrebbe non essere in grado di vendere gli strumenti di investimento quando lo desidera e che, anche laddove dovesse riuscire a venderli, potrebbe subire perdite.

Disposizioni particolari sono dedicate alle modalità sia di predisposizione della scheda, ivi comprese indicazioni sulla lingua da utilizzare, sia di pubblicazione della stessa. Viene, poi, espressamente posto in capo al titolare del progetto l'obbligo di comunicare al Csp ogni variazione delle informazioni necessarie per tenere aggiornata la scheda per tutta la durata dell'offerta.

La responsabilità in merito al contenuto delle informazioni e dei dati riportati nella scheda è "almeno" del titolare del progetto o dei suoi organi amministrativi, di direzione o di controllo. Il Csp deve, tuttavia, non solo porre in essere, ma anche applicare procedure adeguate per verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda. Tale attività pare, peraltro, rientrare nel più ampio compito, posto in capo ai fornitori di servizi di *crowdfunding*, di esercitare un "livello minimo di adeguata verifica" nei confronti dei titolari del progetto.

Nell'eventualità in cui individui nella scheda omissioni, errori o imprecisioni che potrebbero avere ripercussioni significative sul rendimento atteso dell'investimento il Csp è tenuto sia a darne tempestiva notizia al titolare del progetto, il quale deve completare o correggere tempestivamente le informazioni, sia a comunicare immediatamente agli investitori che hanno presentato un'offerta di investimento o che hanno già manifestato interesse nell'offerta:

- le irregolarità individuate;

- le misure già adottate e le ulteriori misure che saranno assunte dal Csp;
- la possibilità di revocare la loro offerta di investimento o la loro manifestazione di interesse.

Se il titolare del progetto non assume i provvedimenti ritenuti necessari, il Csp sospende l'offerta per un periodo non superiore a 30 giorni, finché la scheda non è stata completata o corretta. Se, dopo che sono decorsi 30 giorni di calendario, la scheda non è stata completata o corretta per rettificare tutte le irregolarità individuate l'offerta deve essere cancellata.

Rapporti tra fornitore del servizio di *crowdfunding* e investitori

Al pari di altri atti dell'Unione Europea in materia di diritto dei mercati finanziari, il Regolamento attribuisce un ruolo centrale alle informazioni da fornire agli investitori, ritenute un essenziale strumento di tutela di questi ultimi. In proposito, viene stabilito in primo luogo che tutte le informazioni, comprese le comunicazioni di *marketing*, che un Csp fornisce ai propri clienti relativamente:

1. all'intermediario stesso;
2. ai costi, ai rischi finanziari e agli oneri connessi ai servizi di *crowdfunding* o agli investimenti;
3. ai criteri di selezione dei progetti;
4. alla natura dei servizi di *crowdfunding* prestati, nonché ai rischi a essi connessi

devono essere corrette, chiare e non fuorvianti e vanno comunicate ai clienti ogniqualvolta ciò sia opportuno e prima che sia effettuata l'operazione di *crowdfunding*.

Si prevede, poi, che siano oggetto di comunicazione da parte del Csp, con le modalità stabilite nel Regolamento, anche:

- la (già ricordata) circostanza che i servizi di *crowdfunding* non rientrano nel sistema di garanzia dei depositi istituito in conformità della Direttiva 2014/49/UE e che i valori mobiliari o gli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* acquisiti attraverso una piattaforma di *crowdfunding* non sono coperti dal sistema di indennizzo degli investitori disciplinato dalla Direttiva 97/9/CE;
- la natura generale e le fonti dei conflitti di interesse, nonché le misure adottate dal Csp per attenuarli;
- qualora siano applicati punteggi di affidabilità creditizia ai progetti di *crowdfunding* o venga proposta la determinazione del prezzo delle offerte di *crowdfunding* sulla propria piattaforma, la descrizione del metodo usato per calcolare tali punteggi o determinare tali prezzi;
- per ogni offerta, la già esaminata scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, redatta dal titolare del progetto.

Se il Csp svolge attività di intermediazione nella concessione di prestiti devono essere fornite ulteriori informazioni aventi a oggetto anche i tassi di *default* dei progetti di *crowdfunding* offerti sulla piattaforma nel corso (almeno) dei 36 mesi precedenti, mentre nel caso in cui venga prestato il servizio di gestione individuale di portafogli il Csp deve redigere e mettere a disposizione dei potenziali investitori apposita scheda (costantemente aggiornata) contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma.

Tutele specifiche sono dettate con il fine di garantire ulteriormente gli investitori “*non sofisticati*”, con riferimento ai quali viene disposto che:

1. devono essere informati dai Csp in merito all'esistenza di un “*periodo di riflessione*” durante il quale hanno il diritto di revocare, senza necessità di fornire alcuna motivazione e senza incorrere in alcuna penalità, la loro offerta di investire o la loro manifestazione di interesse per l'offerta di *crowdfunding*;
2. i Cps devono valutare, prima di permettere il pieno accesso a investimenti offerti per il tramite della propria piattaforma, se (e quali) servizi di *crowdfunding* possono essere considerati appropriati per loro. Al fine di poter effettuare questa valutazione il Csp è tenuto a richiedere ai singoli potenziali investitori non sofisticati informazioni circa:
 - l'esperienza;
 - gli obiettivi di investimento;
 - la situazione finanziaria;
 - la comprensione di base dei rischi legati all'investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di *crowdfunding*.

Se le informazioni richieste non sono comunicate o se il Csp giunge alla conclusione, sulla base delle informazioni ricevute, che i potenziali investitori non sofisticati non possiedono sufficienti conoscenze, competenze o esperienza deve far presente a detti investitori che i servizi offerti sulla propria piattaforma potrebbero essere per loro inappropriati e segnalare la situazione di rischio;

1. se un potenziale investitore non sofisticato o un investitore non sofisticato manifesta l'intenzione di accettare una singola offerta di *crowdfunding* comportante un investimento per un ammontare superiore all'importo più elevato tra 1.000 euro e il 5% del proprio patrimonio netto, il Csp deve provvedere affinché tale investitore:
2. riceva un'avvertenza sui rischi;
3. fornisca un consenso esplicito; e
4. dimostri al Csp di aver compreso l'investimento e i relativi rischi.

Ai Csp è data, infine, la possibilità di gestire una bacheca elettronica per consentire ai propri clienti di pubblicizzare, seppur nel rispetto di determinate condizioni, eventuali interessi di acquisto o di vendita di prestiti, di valori mobiliari o di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* inizialmente offerti sulle loro piattaforme. Laddove dovesse decidere di avvalersi di questa possibilità è, comunque, precluso al Csp di abbinare gli interessi di acquisto e

vendita in modo da eseguire gli ordini dei clienti su base multilaterale, a meno che - in relazione ai valori mobiliari - sia in possesso di un'autorizzazione separata quale impresa di investimento o quale mercato regolamentato.

Coordinamento con le discipline nazionali

Il Regolamento è atto normativo direttamente applicabile negli Stati membri a decorrere dal 10 novembre 2021. Tenendo conto del fatto che, nel momento in cui è entrato in vigore, alcuni Stati membri (è il caso, ad esempio, dell'Italia) avevano già adottato disposizioni in tema di *lending-based crowdfunding* e di *investment-based crowdfunding*, il Regolamento dispone che i fornitori di servizi di *crowdfunding* possono continuare a prestare servizi di *crowdfunding*, inclusi nell'ambito di applicazione del regolamento stesso, in conformità al proprio diritto nazionale fino al 10 novembre 2023 (c.d. periodo di transizione) o - se anteriore - fino alla data in cui hanno ottenuto un'autorizzazione ai sensi del Regolamento. Per poter, invece, continuare la prestazione dei suddetti servizi dopo la data del 10 novembre 2023 i Csp dovranno necessariamente essere in possesso di un'autorizzazione rilasciata secondo quanto stabilito dal Regolamento.

Con il D.Lgs. 30/2023, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale, Serie Generale n. 71 del 24 marzo 2023, sono state, quindi, dettate specifiche disposizioni per l'adeguamento della normativa interna alle previsioni del Regolamento.

Si segnala che l'articolo è tratto da "[Patrimoni, finanza e internazionalizzazione](#)".