



Università degli studi di Napoli Federico II

Innovazione e Diritto – Rivista trimestrale on line fondata nel 2005 dal prof. Raffaele Perrone Capano, autore e responsabile scientifico del Progetto di informatizzazione diffusa della Facoltà di Giurisprudenza, e di catalogazione in formato digitale della Biblioteca storica, a supporto della ricerca e della didattica.

Il Progetto, approvato dal MIUR nel 2004, per un importo complessivo di 1.350.00 €, era stato finanziato per il 70% dall'UE, per il 26% dalla Facoltà, attraverso il riconoscimento delle spese effettuate nel settore informatico nel biennio precedente, e per il restante 4% dal MIUR.

Innovazione e Diritto è stata, fin dalla nascita, una rivista ad accesso libero, a supporto delle attività dei dottorati di ricerca e dei giovani studiosi della Facoltà. L'adesione di numerosi colleghi, professori e ricercatori di altre Università italiane, ne ha consolidato in breve tempo la dimensione nazionale.

Dal 2012, in seguito alla trasformazione delle Facoltà in Dipartimenti, la Rivista ha proseguito l'attività, per l'impegno di un gruppo di professori e ricercatori di numerose Università italiane che hanno assicurato il regolare flusso di contributi scientifici di elevata qualità. Il nuovo assetto editoriale ha favorito l'estensione degli interessi scientifici della Rivista ai settori più direttamente investiti dalla crisi finanziaria del 2008, la più grave dal dopoguerra. L'orizzonte più ampio ha comportato una parallela specializzazione della produzione scientifica, e ne ha amplificato la diffusione e l'impatto.

Un primo punto di svolta ha preso avvio all'inizio del 2018, con la scelta della cadenza trimestrale, per lasciare spazio alla pubblicazione di numeri speciali, di Atti di convegno e di altre iniziative promosse dalla Rivista, affiancata dall'indicazione nel sottotitolo di: "Rivista di Diritto tributario e dell'Economia". Un secondo punto si è concretizzato in una nuova partenza, basata su una piattaforma digitale avanzata, coerente con le indicazioni dell'ANVUR per le riviste di classe A e con gli standard definiti da Google per la massima diffusione internazionale dei contenuti.

Il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti nel Regolamento europeo in materia di equity based crowdfunding

di Carmen Fiore

Dottoranda di ricerca in Scienze giuridiche e sociali per l'innovazione

ABSTRACT

L'impatto dell'evoluzione tecnologica nel settore dei servizi finanziari ha spinto il legislatore europeo a disciplinare i servizi di crowdfunding, al fine di superare la frammentazione delle normative tra gli Stati membri. Per vero, la regolazione europea non riguarda solo la funzione di mediazione tra il promotore dell'iniziativa e il sottoscrittore, ma prevede una serie di attività accessorie e aggiuntive. Talché, il presente scritto, partendo dalla individuazione dell'ambito oggettivo di applicazione della disciplina, si incentra sull'analisi del servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti.

Si tratta di un'attività conferita esclusivamente su mandato del cliente, che consente al fornitore di selezionare i prestiti da includere nel portafoglio di ciascun soggetto, in base ai parametri previamente indicati dall'investitore. Si registra pertanto il progressivo ampliamento delle attività esercitabili dai gestori, in quanto, a differenza delle ordinarie operazioni di crowdfunding, essi possono anche adottare decisioni di investimento.

SINTESI

The impact of technological developments in the financial services sector has prompted the European legislator to regulate crowdfunding services in order to overcome the fragmentation of regulations among the Member States. Indeed, European regulation does not only concern the mediation function between the initiative's promoter and the subscriber, but also envisages a series

of ancillary and additional activities. Thus, this paper, starting from the identification of the objective scope of application of the discipline, focuses on the analysis on the individual loan portfolio management service.

This is an activity conferred exclusively by mandate of the client, which allows the provider to select the loans to be included in each individual's portfolio, based on parameters indicated in advance by the investor. There is therefore a progressive expansion of the activities that can be exercised by managers, since, unlike ordinary crowdfunding operations, they can also take investment decisions.

SOMMARIO

- 1.** La disciplina europea del crowdfunding: il Regolamento UE 2020/1503
- 2.** Il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti
- 3.** Gli obblighi del fornitore relativi ai servizi di gestione individuale di portafogli
- 4.** La scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma
- 5.** Osservazioni conclusive

1. La disciplina europea del crowdfunding: il Regolamento UE 2020/1503

Con il Reg. UE del 7 ottobre 2020, n. 1503 (c.d. *Regulation European Crowdfunding Service Providers Regulation for Business* o ECSPR), la Commissione europea ha introdotto una disciplina sui fornitori di servizi di *crowdfunding* al fine, tra l'altro, di rimuovere gli ostacoli che compromettono il corretto funzionamento del mercato interno.¹

¹ Sin dal 2014, la Commissione europea ha iniziato a valutare la possibilità di provvedere alla stesura di un Regolamento sul crowdfunding. Con la Comunicazione del 27 marzo 2014, n. 172, al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale europeo e al Comitato delle Regioni, ha definito le linee guida per la creazione di una disciplina comunitaria, e ha inoltre costituito un Forum europeo, denominato European Crowdfunding Stakeholder Forum, costituito dai rappresentanti delle autorità nazionali, per definire il tema del crowdfunding. Nel 2016, poi, la Commissione europea ha però bloccato il processo di armonizzazione della disciplina escludendo qualsiasi intervento, in quanto il mercato di tale forma di finanziamento

La frammentazione delle normative nazionali ha ostacolato la prestazione transfrontaliera di tali servizi tra gli Stati membri dell'Unione europea, i quali avevano adottato discipline conformi esclusivamente alle caratteristiche e alle necessità locali dei mercati e degli investitori.² Dunque, le norme nazionali differivano all'interno dell'Unione per quanto riguarda le condizioni di funzionamento delle piattaforme, l'ambito di applicazione delle attività autorizzate e i requisiti per l'autorizzazione, per cui i fornitori hanno dovuto adattare i loro modelli di *business* a norme nazionali molto differenti e ottenere un'autorizzazione diversa rispetto ad ogni regime.³

L'iniziativa europea è quindi volta a favorire lo sviluppo delle attività delle piattaforme anche *cross-border* attraverso l'avvicinamento delle normative nazionali,⁴ senza però ostacolare l'offerta servizi a livello locale.⁵ Viene istituito un regime opzionale, a cui i gestori delle piattaforme, possono scegliere di aderire, per operare in tutta l'Unione europea.⁶ In tale contesto, il principale problema, è definire l'ambito di applicazione delle discipline nazionali, come ad esempio il Reg. Consob del 26 giugno 2013, n. 18592.⁷ Difatti, per evitare vuoti normativi, il legislatore ha deciso di riconoscere un'ampia discrezionalità al

era ancora fortemente limitato e considerato prettamente un fenomeno locale; sul punto, si v. G. ARNONE, L'equity-based crowdfunding: nuova frontiera del finanziamento alternativo per le start-up innovative, in *Diritto per il futuro*, 2020, p. 33 s; A. BOLLETTINARI, E. FREGONARA, Il crowdfunding, in O. CAGNASSO, A. MAMBRIANI (diretta da), *Start up e p.m.i. innovative, Dottrina Casi Sistemi*, Bologna, 2020, p. 867 ss; COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano di azione per la creazione dell'unione dei mercati di capitali, in www.eur-lex.europa.eu, 2015, p. 3; COMMISSIONE EUROPEA, European Crowdfunding Stakeholders Forum, in www.ec.europa.eu.it, 2018, p. 1.

² S. CORSO, Il Regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni, in G. CIAN, A. ALBERTI (a cura di) *Le nuove leggi civili commentate*, Padova, 2021, p. 502.

³ I fornitori che intendevano offrire i propri servizi a livello transfrontaliero dovevano soddisfare i requisiti di più regimi nazionali contemporaneamente, ciò pregiudicava la loro operatività a livello comunitario.

⁴ Il Regolamento stabilisce requisiti uniformi per la prestazione di servizi di crowdfunding, per l'organizzazione, l'autorizzazione e la vigilanza dei fornitori, per il funzionamento di tali piattaforme, e per quanto concerne la trasparenza e le comunicazioni di marketing.

⁵ S. CORSO, *op. cit.*, p. 501.

⁶ U. PIATTELLI, Il nuovo Regolamento europeo sul crowdfunding, in *Il nuovo diritto delle società*, 2021, p. 431.

⁷ U. PIATTELLI, *op. cit.*, p. 434.

gestore, il quale può scegliere autonomamente di operare in conformità del regime giuridico eventualmente previsto dal singolo Stato membro di appartenenza, oppure di aderire comunque al regime europeo. Naturalmente tale concessione riguarda esclusivamente coloro che vogliono limitare la propria operatività a livello nazionale, in caso contrario trova obbligatoriamente applicazione la disciplina comunitaria.

Il Reg. UE 2020/1503 è entrato in vigore dal 10 novembre 2021. Considerati però i probabili ritardi nei percorsi di recepimento, il legislatore europeo ha ritenuto opportuno introdurre un periodo transitorio che consenta a coloro che offrono servizi di *crowdfunding*, in conformità del diritto nazionale, di adeguare le attività commerciali al nuovo regime giuridico e di disporre di tempo sufficiente per chiedere un'autorizzazione. Per tali motivi, è stato prorogato l'adeguamento alla disciplina europea di un anno, decorrente dal 10 novembre 2021. Durante il periodo transitorio, gli Stati membri possono disporre di procedure di autorizzazione semplificate per i soggetti che, al momento dell'entrata in vigore del Regolamento, sono autorizzati a norma del diritto nazionale a prestare servizi di *crowdfunding* (art. 48, co. 2, del Reg. UE 2020/1503). Il periodo transitorio, tuttavia, è stato ulteriormente prorogato dalla Commissione europea⁸ (ai sensi dell'art. 48, co. 3, del Reg. UE 2020/1503) di 12 mesi, ossia fino al 10 novembre 2023, considerando che i portali che operano a norma del diritto nazionale e le autorità competenti non avrebbero tempo sufficiente per adeguare le loro attività al nuovo regime, più ampio rispetto a quello nazionale.⁹ Dato che il Regolamento non consente ulteriori proroghe, dopo il 10 novembre 2023 i fornitori che non hanno ottenuto l'autorizzazione entro questa data devono sospendere l'attività finché l'autorizzazione non sarà concessa.

⁸ Ai fini dell'estensione del periodo transitorio, la Commissione europea ha chiesto poi, ai sensi dell'art. 48, co. 3, del Reg. UE 2020/1503, la consulenza tecnica dell'European Securities and Markets Authority (ESMA) in merito all'applicazione del Regolamento ai fornitori che operano solo su base nazionale, all'impatto della disciplina sullo sviluppo dei mercati nazionali nonché all'accesso ai finanziamenti e all'opportunità di estendere il periodo transitorio. L'ESMA, con tale relazione, ha precisato la necessità di estendere il relativo periodo transitorio in quanto la mancata proroga potrebbe causare perturbazioni su alcuni grandi mercati nazionali.

⁹ La proroga del periodo transitorio è concessa esclusivamente alle piattaforme che hanno richiesto una nuova autorizzazione, nell'ambito del nuovo regime disciplinato dal Regolamento, prima del 1° ottobre 2022.

La disciplina europea trova applicazione per i servizi di *crowdfunding* prestati nei confronti del pubblico, definiti dall'art. 2, co. 1, lett. a), del Reg. UE 2020/1503 come «l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti» tramite l'utilizzo di «un sistema informatico pubblicamente accessibile basato su internet, gestito o amministrato da un fornitore di servizi di crowdfunding», ovvero attraverso le piattaforme.¹⁰ Pertanto, il legislatore precisando che le campagne di *crowdfunding* sono volte a finanziare esclusivamente attività economiche per le quali il titolare di progetti, ovvero «ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di crowdfunding»,¹¹ specifica che l'ambito di applicazione del Regolamento riguarda esclusivamente l'*equity-based crowdfunding* e il *social lending*.¹² Esclude di conseguenza dalla normativa le operazioni di *peer-to-peer lending*, ovvero progetti presentati dai consumatori, quali «persone fisiche che richiedano un finanziamento per scopi estranei all'attività imprenditoriale, commerciale».¹³ L'esclusione dal regime europeo è giustificata dal fatto che i finanziamenti sono destinati ai consumatori, per le proprie esigenze di spesa personali e non volto a finanziare attività economiche, come precisato dall'art. 1, co. 2, lett. a), del Reg. UE 2020/1503.

La prestazione di servizi di *crowdfunding* è subordinata a una procedura di autorizzazione uniforme in tutta l'Unione europea, la quale consente ai fornitori di operare senza l'impedimento di normative nazionali divergenti.¹⁴ Una persona giuridica che intende fornire servizi di *crowdfunding* deve presentare, in conformità dell'art. 12 del Reg. UE 2020/1503, all'autorità competente dello Stato membro, in cui è stabilito, la domanda di autorizzazione come fornitore. Entro 10 giorni lavorativi dalla presentazione, l'autorità deve trasmettere al candidato un avviso di ricevimento. Successivamente, entro 25 giorni lavorativi dal ricevimento della domanda, l'autorità ne valuta la completezza verificando

¹⁰ Art. 2, co. 1, lett. d), del Reg. UE 2020/1503.

¹¹ Art. 2, co. 1, lett. h), del Reg. UE 2020/1503.

¹² Si applica sia al crowdfunding basato sull'investimento sia a quello basato sul prestito.

¹³ Art. 3 della Direttiva UE del 23 aprile 2008, n. 48.

¹⁴ C. LA MURA, Guida completa al crowdfunding, Rimini, 2021, p. 65.

che siano state trasmesse tutte le informazioni previste. Qualora risulti incompleta, si fissa un termine entro il quale il candidato è tenuto a trasmettere le informazioni mancanti. Dopo aver valutato la completezza, entro 3 mesi dalla data di ricevimento, ai sensi dell'art. 12, co. 8, del Reg. UE 2020/1503, l'autorità valuta se il candidato rispetta i requisiti stabiliti, notificando la sua decisione entro 3 giorni lavorativi.¹⁵ Viene quindi individuata la figura del *Crowdfunding Service Provider*, ovvero persone giuridiche stabilite e autorizzate in Europa e tenute al rispetto di una serie di obblighi comportamentali e di requisiti organizzativi, operativi e prudenziali, che agisce tra l'altro quale intermediario neutrale nei confronti dei clienti delle piattaforme di *crowdfunding* e in modo onesto, equo e professionale.

Il Regolamento introduce anche una serie di misure volte a garantire un livello elevato di tutela degli investitori, in quanto tra le cause principali del lento sviluppo dei mercati di *crowdfunding* vi è non solo la presenza di regimi nazionali frammentati che producono costi eccessivi per gli operatori, ma anche la scarsa fiducia degli investitori ad impegnarsi a livello transfrontaliero in assenza di regole uniformi.¹⁶ Pertanto, la disciplina europea, allo scopo di assicurare una tutela adeguata delle differenti categorie di investitori, opera una distinzione tra investitori sofisticati e non, classificandoli in base all'esperienza e alle conoscenze in materia di *crowdfunding*. Per tali motivi, il Regolamento introduce livelli differenziati di salvaguardia a tutela degli investitori, appropriati per ciascuna di tali categorie. Tra i meccanismi di protezione per gli investitori non sofisticati, ovvero «ogni persona fisica o giuridica che non è un cliente professionale», vi è la somministrazione da parte del fornitore di un *test d'ingresso* di verifica delle conoscenze dei potenziali investitori,¹⁷ al fine di avvertirli esplicitamente che possiedono insufficienti conoscenze e competenze e che i servizi di *crowdfunding* prestati potrebbero essere inappropriati.¹⁸ Dal

¹⁵ L'autorità deve informare l'ESMA in merito a tutte le autorizzazioni concesse.

¹⁶ SENATO DELLA REPUBBLICA, Schema di Decreto legislativo recante attuazione del Regolamento UE 2020/1503, relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il Regolamento UE 2017/1129 e la Direttiva UE 2019/1937. Relazione illustrativa, in www.senato.it, 2022, p. 32.

¹⁷ U. PIATTELLI, *op. cit.*, p. 447.

¹⁸ Con tale strumento il fornitore offre ai clienti la possibilità di comprendere la relazione tra il rischio e la remunerazione collegata a ogni singolo progetto. Tuttavia, un'eventuale

momento che gli investitori sofisticati sono per definizione consapevoli dei rischi associati agli investimenti in progetti di *crowdfunding*, non c'è motivo di sottoporli a un tale *test*.¹⁹

Insomma, la disciplina europea mira a realizzare un quadro normativo unico che assicuri l'adeguata gestione delle campagne e protegga i finanziatori, garantendo inoltre una sana gestione dei rischi e un'adeguata divulgazione delle informazioni. Con il Regolamento europeo, si registra il progressivo ampliamento delle attività esercitabili dal gestore infatti non è esclusa, ma anzi è talvolta espressamente prevista e disciplinata, l'erogazione di servizi aggiuntivi, quali, ad esempio, la gestione individuale di portafogli di prestiti, la selezione dei progetti da pubblicare, la custodia degli strumenti offerti sul portale e l'eventuale prestazione di servizi di pagamento connessi all'attività di *crowdfunding*, nonché la gestione di bacheche elettroniche.²⁰

2. Il servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti

Nello specifico, i servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti consistono nella ripartizione di un importo prestabilito di fondi di un investitore (c.d. prestatore originario)²¹ a uno o più progetti di *crowdfunding* sulla sua piattaforma.²² In particolare, il gestore deve selezionare i prestiti da includere nel portafogli di ciascun soggetto, in base ai parametri previamente indicati dall'investitore, senza che i clienti siano tenuti a prendere una decisione di investimento.²³

Il servizio di gestione individuale dei portafogli di prestiti costituisce un'attività accessoria rispetto alle operazioni di *lending-based crowdfunding*, consistenti nella intermediazione nella concessione di prestiti, ai sensi dell'art.

segnalazione di inappropriata non impedisce al cliente di effettuare l'investimento; in argomento v. S. CORSO, *op. cit.*, p. 525.

¹⁹ Art. 21, co. 1, del Reg. UE 2020/1503.

²⁰ S. CORSO, *op. cit.*, pp. 506 e s.

²¹ S. MEZZACAPO, La disciplina UE del servizio di "gestione individuale di portafogli di prestiti" per il finanziamento di "progetti di crowdfunding", in *Diritto del risparmio*, 2022, p. 4.

²² Art. 1, co. 1, lett. (c), del Reg. UE 2020/1503.

²³ U. PIATTELLI, *op. cit.*, p. 440.

2, co. 1, lett. a), del Reg. UE 2020/1503,²⁴ attività che presenta diverse analogie con le operazioni di gestione di portafogli di investimento.²⁵

Il Regolamento offre una definizione particolarmente ampia di prestito che comprende qualsiasi accordo in forza del quale «un investitore mette a disposizione di un titolare di progetti un importo di denaro convenuto per un periodo di tempo concordato e in base al quale il titolare di progetti assume un obbligo incondizionato di rimborsare tale importo all'investitore, unitamente agli interessi maturati, secondo il piano di rimborso concordato» (ai sensi dell'art. 1, co. 1, lett. b), del Reg. UE 2020/1503).

La gestione individuale di portafogli di prestiti rappresenta dunque un'attività conferita esclusivamente su mandato del cliente,²⁶ prestata su base discrezionale, nel rispetto di parametri previamente indicati dall'investitore, ai quali il gestore deve conformarsi attraverso procedure e metodologie interne che consentono l'appropriata selezione dei prestiti da includere nel portafoglio di ciascun soggetto.²⁷ Constatato che devono agire discrezionalmente per conto dei rispettivi investitori, nell'ambito dei parametri concordati, i gestori devono osservare almeno due dei seguenti criteri, ai quali tutti i prestiti del portafoglio devono conformarsi, ossia: il tasso di interesse minimo e massimo applicabile ad ogni eventuale contratto di prestito intermediato per l'investitore;

²⁴ S. MEZZACAPO, *op. cit.*, p. 4.

²⁵ Anche per la gestione dei portafogli di investimento, ai sensi dell'art. 4, co. 8, della Direttiva MiFID II, i fornitori devono scegliere i progetti da includere nel portafoglio dell'investitore, sulla base di una serie di valutazioni effettuate sul rischio di credito connesso ai singoli progetti di crowdfunding. Si tratta in entrambi i casi di attività esercitate nell'ambito di un mandato conferito dai clienti, tuttavia per essere in grado di raccomandare servizi di investimento e strumenti finanziari adeguati, i gestori devono ottenere tutte le informazioni necessarie in merito alle conoscenze ed esperienze del cliente riguardo al tipo specifico di prodotto o servizio, alla sua situazione finanziaria, tra cui la capacità di sostenere perdite e ai suoi obiettivi di investimento, inclusa la sua tolleranza al rischio (art. 25 della Direttiva MiFID II). Inoltre, al fine di rafforzare la tutela dei clienti, è opportuno limitare ulteriormente la possibilità alle imprese, che prestano il servizio di consulenza in materia di investimenti e di gestione del portafoglio, di accettare e trattenere onorari, commissioni o altri benefici monetari o non monetari da terzi, in particolare da emittenti o fornitori di prodotti.

²⁶ E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2023, p. 484.

²⁷ Qualora offra una gestione individuale di portafogli di prestiti, in conformità dell'art. 6, co. 3, del Reg. UE 2020/1503, il fornitore deve conservare la documentazione relativa al mandato conferitogli e a ciascun prestito relativo al portafoglio individuale su un supporto durevole, per almeno 3 anni dopo la data della sua scadenza.

la data di scadenza minima e massima; la gamma e la ripartizione delle categorie di rischio; ove sia offerto un obiettivo di tasso annuo di rendimento dell'investimento, la probabilità che i prestiti selezionati consentano all'investitore di conseguire l'obiettivo di tasso con un ragionevole grado di certezza.²⁸ Inoltre, prima di aderire alle relative campagne, il fornitore deve valutare (a norma dell'art. 6, co. 2, del Reg. UE 2020/1503) il rischio di credito connesso:²⁹ ai singoli progetti; a livello del portafoglio dell'investitore; dei titolari di progetti selezionati, verificando la possibilità che questi adempiano alle proprie obbligazioni nell'ambito del prestito, fornendo altresì all'investitore anche una descrizione del metodo utilizzato per le valutazioni effettuate.³⁰ Ne consegue che il gestore che intende offrire questo servizio deve dotarsi, pertanto, di assetti organizzativi adeguati e deve disporre di sistemi e controlli funzionali alla gestione dei rischi, nonché di avvalersi di modelli che gli consentano di valutare il rischio di credito, sia a livello dei singoli progetti di *crowdfunding* selezionati, sia a livello del complessivo portafoglio di prestiti dell'investitore.³¹

Affinché i clienti possano valutare se sia stato adottato un approccio adeguato nell'intero processo di selezione dei progetti finanziati, grava sul fornitore l'obbligo (ai sensi dell'art. 3 del Reg. delegato UE del 13 luglio 2022, n. 2118) di presentare al cliente una descrizione del metodo di valutazione utilizzato,³² in modo da specificare: i criteri e i principali indicatori finanziari utilizzati per stabilire la fattibilità e la sostenibilità dei piani aziendali dei singoli progetti; il tipo di piano di rimborso del prestito e la frequenza delle rate; le procedure per assegnare ciascun prestito associato a un progetto, a una categoria adeguata e quelle relative all'accettazione e al riconoscimento delle garanzie reali e le misure di attuazione del rischio di credito; nonché un'analisi

²⁸ U. PIATTELLI, *op. cit.*, pp. 452 e ss.

²⁹ EUROPEAN BANKING AUTHORITY, Final report on draft regulatory technical standards on individual portfolio management of loans offered by crowdfunding service providers, in www.eba.eu, 2021, p. 8; A. MANFROI, A. MIORELLI, Il nuovo servizio di gestione individuale di portafoglio di prestiti, in *Diritto bancario*, 2021, p. 3.

³⁰ U. PIATTELLI, *op. cit.*, pp. 452 e ss.

³¹ S. CORSO, *op. cit.*, p. 517.

³² S. MEZZACAPO, *op. cit.*, pp. 14 e ss.

dei flussi di cassa attesi dei progetti e delle caratteristiche, compreso il grado di concorrenza del settore di attività in cui operano i titolari dei progetti e delle loro conoscenze ed esperienze nel gestire le attività commerciali.

Solo dopo tale valutazione può selezionare il progetto che meglio corrisponde ai parametri individuati da ciascun investitore.³³ Naturalmente la scelta poco accurata dei progetti, non conforme ai criteri preventivamente indicati, fa sorgere profili di responsabilità in capo ai singoli fornitori.³⁴

3. Gli obblighi del fornitore relativi ai servizi di gestione individuale di portafogli

I fornitori devono adempiere a numerosi obblighi informativi verso i loro clienti, in quanto sono tenuti a filtrare e moderare i flussi informativi che dal titolare del progetto transitano, attraverso il portale *web*, verso gli investitori.³⁵ Pertanto, possono essere definiti come intermediari reputazionali (c.d. *gatekeepers*), ovvero soggetti che offrono le loro prestazioni professionali a più clienti.³⁶ Per tali motivi, il gestore – quale *gatekeeper* – esegue la sua prestazione di verifica o di certificazione delle informazioni nei confronti di un emittente, prestando a quest'ultimo la propria esperienza, così da consentire agli investitori di fare affidamento sulle informazioni trasmesse dalla società.³⁷ Di fatto, il legislatore europeo attribuisce ai fornitori il compito di verificare le informazioni pubblicate sui portali e gli impone di garantirne la completezza e la correttezza, nonché di attivarsi per segnalare o rimuovere eventuali omissioni o errori.

In particolare, i fornitori che eseguono servizi di gestione individuale dei portafogli di prestiti pur potendo scegliere i progetti da includere nel portafoglio

³³ La selezione può anche avvenire tramite processi automatizzati, ovvero appositi algoritmi sulla base dei quali i fondi raccolti dal portale vengono assegnati automaticamente a specifici progetti in funzione di criteri e indicatori di rischio in base al singolo investitore.

³⁴ S. CORSO, *op. cit.*, p. 521.

³⁵ S. CORSO, *op. cit.*, p. 518.

³⁶ C. IOVIENO, Il portale nell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, I, 2016, p. 13.

³⁷ C. IOVIENO, *op. cit.*, p. 13.

dell'investitore, hanno però una serie di obblighi informativi verso gli investitori. Devono infatti fornire in modo continuativo, su richiesta di un investitore, tutte le informazioni pertinenti alla composizione del portafoglio, compresi i progetti in cui sono investiti i fondi, nonché sulla qualità dei prestiti che finanziano tali progetti, in particolare deve comunicare per ciascun portafoglio l'elenco e la media ponderata del tasso di interesse annuale dei singoli prestiti di cui è composto il portafoglio, eventuali inadempimenti relativi ai contratti di credito da parte del titolare del progetto negli ultimi 5 anni ed eventuali oneri pagati in relazione al prestito dall'investitore, dal fornitore o dal titolare.³⁸ Devono altresì fornire all'investitore le informazioni chiave per ciascun prestito di cui è composto un portafoglio, tra cui almeno il tasso d'interesse, la data di scadenza, la categoria di rischio, il pagamento degli interessi, specificando anche la distribuzione dei prestiti sulla base della categoria di rischio, in percentuale e in numeri assoluti e il probabile rendimento effettivo, tenendo conto di oneri e tassi di *default*. Tali informazioni devono essere trasmesse attraverso mezzi elettronici in quanto facilmente disponibili in una pagina protetta del sito *web* del fornitore, accessibile tramite mezzi adeguati di identificazione personale (cfr. art. 2 del Reg. delegato UE 2022/2118).

Inoltre, qualora il fornitore abbia istituito e gestisca un fondo a copertura dei rischi per l'attività relativa alla gestione individuale di portafogli di prestiti, deve comunicare una segnalazione di rischio³⁹ e una descrizione della politica del fondo a copertura dei rischi.⁴⁰ Una volta istituito, deve fornire al pubblico su base trimestrale informazioni relative al rendimento del fondo,⁴¹ quali la sua entità rispetto al totale degli importi dovuti in relazione ai prestiti e il rapporto tra i pagamenti effettuati utilizzando il fondo e il totale degli importi ancora

³⁸ Art. 6, co. 4, del Reg. UE 2020/1503.

³⁹ La segnalazione di rischio, ai sensi dell'art. 6, co. 5, del Reg. UE 2020/1503 deve riportare la seguente avvertenza: «Il fondo a copertura dei rischi che offriamo non garantisce il diritto a essere rimborsati; pertanto, può verificarsi che anche in caso di perdite gli investitori non ricevano una liquidazione. Il gestore del fondo a copertura dei rischi gode di assoluta discrezionalità per quanto riguarda l'importo da versare, compresa la possibilità di non effettuare alcun rimborso. Pertanto, gli investitori non dovrebbero fare affidamento su eventuali liquidazioni dal fondo a copertura dei rischi al momento di valutare se e quanto investire».

⁴⁰ S. MEZZACAPO, *op. cit.*, pp. 14 e ss.

⁴¹ S. MEZZACAPO, *op. cit.*, pp. 14 e ss.

dovuti come il pagamento dei prestiti.⁴²

Sono infine obbligati a istituire un fondo a copertura dei rischi di *default*, per compensare gli investitori per le perdite che possono subire nel caso in cui i titolari dei progetti non rimborsino i prestiti. Il fondo deve essere istituito attraverso politiche,⁴³ procedure adeguate e modalità organizzative per garantire che lo stesso sia gestito con prudenza.⁴⁴ Il fornitore deve adottare una politica per determinare le modalità di finanziamento del fondo a copertura dei rischi, la quale comprende, ai sensi dell'art. 18 del Reg. delegato UE 2022/2118: qualsiasi contributo iniziale del fornitore; oneri riscossi per alimentare il fondo; criteri di cui la gestione del fondo tiene conto nel decidere il tipo di oneri da riscuotere; il processo decisionale per determinare l'importo e la natura degli oneri da riscuotere; la strategia di investimento adottata dal fondo a copertura dei rischi per investire i fondi gestiti; la proprietà giuridica dei fondi; le modalità di scioglimento dei fondi in caso di scadenza e di separazione da altre attività di proprietà del fornitore; infine, le modalità con cui le somme versate nel fondo a copertura dei rischi sono trattate in caso di insolvenza del gestore del fondo.

Si tratta prevalentemente di accordi con i quali i fornitori si impegnano a versare, per ogni finanziamento concesso, una piccola quota da destinare alla dotazione del fondo così da alimentare lo stesso e garantire che abbia sempre una certa disponibilità per poter indennizzare, parzialmente o totalmente, i finanziatori rimasti insoddisfatti.⁴⁵ I gestori, a tal fine, garantiscono una struttura organizzativa solida e trasparente per qualsiasi fondo; dispongono inoltre di una politica di *governance* per disciplinarlo, infatti devono indicare, in conformità dell'art. 17 del Reg. delegato UE del 13 luglio 2022, n. 2112, le sue finalità, la sua struttura giuridica e operativa, specificando se è gestito dal fornitore stesso o da terzi e la sua durata, compresi i casi in cui il fondo abbia durata illimitata.

⁴² Art. 6, co. 5, del Reg. UE 2020/1503.

⁴³ Le politiche, le procedure e le modalità relative al fondo devono essere approvate dall'organo di gestione del fornitore.

⁴⁴ Art. 15 del Reg. delegato UE 2022/2118.

⁴⁵ U. PIATTELLI, *op. cit.*, pp. 452 e ss.

4. La scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma

Ulteriore obbligo informativo dei gestori è di fornire ai potenziali investitori una scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento (*Key Investment Information Sheet, KIIS*),⁴⁶ un documento nel quale sono riportati i dati principali dell'emittente e dell'idea che viene finanziata, incluse informazioni dettagliate sul bilancio e sul *business plan*. Il compito del gestore è volto ad avvertire i clienti che l'investimento scelto comporta rischi che non sono coperti né dai sistemi di garanzia dei depositi né di indennizzo degli investitori; per tale motivo è opportuno che la scheda presenti una descrizione specifica e non generica di tutti i rischi connessi al progetto, all'offerta e al suo titolare.⁴⁷

L'obbligo di sottoporre ai potenziali investitori la scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento, è esteso anche ai fornitori di servizi di *crowdfunding* che forniscono la gestione individuale di portafogli di prestiti, in conformità dell'art. 24, co. 2, del Reg. UE 2020/1503. Occorre specificare però che tale documento non è redatto dai titolari dei progetti, ma dal gestore che lo mette poi a disposizione degli investitori.⁴⁸ Ciò è giustificato dal fatto che è il fornitore, nell'ambito della gestione individuale dei prestiti, a selezionare i progetti sui quali sono investiti i fondi dei clienti. Di conseguenza, in questo caso, è il gestore che si trova nella posizione ottimale per fornire le informazioni.

La scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento a livello di piattaforma deve contenere (ai sensi dell'art. 24, co. 1, del Reg. UE 2020/1503) le informazioni riguardanti gli oneri, e i mezzi di ricorso, la gestione individuale

⁴⁶ Il Regolamento europeo equipara esplicitamente la scheda per le offerte di crowdfunding al documento informativo richiesto dal Reg. UE del 26 novembre 2014, n. 1286, per i prodotti di investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati (c.dd. PRIIP), infatti prima che un PRIIP venga messo a disposizione degli investitori al dettaglio, il suo ideatore redige per tale prodotto un documento contenente le informazioni precontrattuali, fornite in maniera accurata, corretta, chiara e non fuorviante.

⁴⁷ Deve essere pubblicata sia per le operazioni di equity-based che per quelle di lending-based crowdfunding, ai sensi dell'art. 1 del Reg. delegato UE del 13 luglio 2022, n. 2119; nonché D. VALIANTE, *Il crowdfunding e la nuova proposta di Regolamento UE*, in *Rivista di diritto societario*, 2018, pp. 967 e s.

⁴⁸ Tale documento non riguarda più il singolo progetto ma è emesso in riferimento alla piattaforma.

di portafogli di prestiti e le persone fisiche o giuridiche responsabili delle informazioni fornite nella scheda.⁴⁹ Deve altresì riportare la seguente attestazione di responsabilità: «Il fornitore di servizi di crowdfunding dichiara, per quanto a sua conoscenza, che non sono state omesse informazioni o che nessuna di queste è sostanzialmente fuorviante o imprecisa. Il fornitore di servizi di crowdfunding è responsabile dell'elaborazione della presente scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento».

Tra la scheda contenuta nella piattaforma e quella redatta per il singolo progetto, ciò che varia è il soggetto incaricato della sua redazione e in parte il contenuto, ma gli obblighi del gestore di controllo delle informazioni sono i medesimi; di fatto deve attuare e applicare procedure adeguate a verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni.⁵⁰ Inoltre, il fornitore deve tenere costantemente aggiornata la scheda a livello di piattaforma per la durata dell'offerta e deve informare immediatamente gli investitori, che hanno presentato un'offerta di investimento o hanno manifestato interesse, di qualsiasi variazione significativa delle informazioni riportate nella scheda. Deve essere redatta in maniera corretta, chiara e non fuorviante ed è presentata su un supporto autonomo e durevole,⁵¹ chiaramente distinguibile dalle comunicazioni di *marketing* e composta da non più di 6 facciate in formato A4, quando stampata.⁵² È redatta, inoltre, in almeno una delle lingue ufficiali dello Stato membro le cui autorità competenti hanno concesso l'autorizzazione o in un'altra lingua accettata (*ex art. 23, co. 2, del Reg. UE 2020/1503*).

Dall'assolvimento degli obblighi informativi relativi alla scheda contenente le informazioni chiave sull'investimento discendono profili di responsabilità differenti che variano in base al servizio di *crowdfunding* effettivamente prestato. Nel caso della KIIS redatta per il singolo progetto, la responsabilità per le informazioni fornite è attribuita al titolare del progetto o dei suoi organi

⁴⁹ S. CORSO, *op. cit.*, pp. 519 e s.

⁵⁰ Art. 24, co. 6, del Reg. UE 2020/1503.

⁵¹ U. PIATTELLI, *op. cit.*, pp. 445 e s.

⁵² Nei casi in cui le informazioni richieste superino una facciata in formato A4 quando stampate, la parte eccedente è fornita in un documento allegato alla scheda. Non può inoltre contenere note a piè di pagina diverse da quelle che riportano i riferimenti.

amministrativi, di direzione o di controllo.⁵³ Soltanto in relazione alla prestazione del servizio di gestione individuale di portafogli di prestiti, la responsabilità per le informazioni fornite nella KIIS è attribuita al fornitore di servizi di *crowdfunding*, competente alla redazione della stessa. I fornitori sono dunque individuati come civilmente responsabili almeno in tutti i casi in cui le informazioni fornite nel KIIS siano fuorvianti o imprecise, oppure «omettano informazioni chiave allo specifico fine di valutare se investire attraverso la gestione individuale di portafogli di prestiti».⁵⁴ Ne consegue che, come nel caso della KIIS redatta per il singolo progetto, il gestore deve verificare la presenza di errori che potrebbero avere un impatto rilevante sul rendimento atteso della gestione individuale di portafogli di prestiti; ma spetta al gestore, non al titolare, l'eventuale rettifica della scheda.⁵⁵ Quindi a differenza del caso precedente, è chiesto al fornitore di impegnarsi direttamente nella rimozione delle irregolarità riscontrate.⁵⁶

5. Osservazioni conclusive

L'obiettivo di creare un'Europa pronta per l'era digitale e un'economia idonea alle sfide del futuro e al servizio dei cittadini, si realizza anche attraverso le piattaforme *online*, quale essenziale strumento per la nascita e lo sviluppo di nuove iniziative economiche.⁵⁷ In questo contesto, il regime europeo in materia di *crowdfunding* rappresenta lo strumento adatto per agevolare l'attività transfrontaliera dei fornitori di servizi di *crowdfunding* i quali, interponendosi tra produttori e consumatori, finiscono spesso per sostituirsi agli intermediari tradizionali.⁵⁸

⁵³ Tuttavia, anche se la scheda è redatta dal titolare del progetto che ne assume direttamente la responsabilità, è possibile individuare l'obbligo del gestore di predisporre procedure adeguate a verificare la completezza, correttezza e chiarezza delle informazioni fornite.

⁵⁴ Art. 24, co. 5, del Reg. UE 2020/1503.

⁵⁵ I fornitori devono conservare tutta la documentazione relativa ai loro servizi e operazioni su un supporto durevole per un periodo di almeno 5 anni.

⁵⁶ S. CORSO, *op. cit.*, pp. 519 e s.

⁵⁷ R. CARATOZZOLO, *La finanza innovativa per le imprese: sviluppi digitali ed evoluzioni regolatorie*, Padova, 2020, p. 4.

⁵⁸ R. CARATOZZOLO, *op. cit.*, p. 39.

Attualmente il settore finanziario è uno dei principali utilizzatori delle tecnologie digitali e un importante motore della trasformazione digitale dell'economia e della società,⁵⁹ aspetto colto anche dal legislatore europeo che ha deciso di disciplinare i servizi di *crowdfunding*, con l'obiettivo di rimuovere gli ostacoli che compromettono il corretto funzionamento del mercato interno e cercando, allo stesso tempo, di garantire un livello elevato di tutela degli investitori con l'introduzione di una disciplina armonizzata. In quest'ottica, il Reg. UE 2020/1503 rappresenta un insieme di norme volte a consentire e sostenere lo sfruttamento della finanza digitale in termini di innovazione e concorrenza, proponendo una disciplina dettagliata dei servizi di *crowdfunding*, risolvendo varie problematiche per garantire la circolazione di strumenti finanziari oggetto di precedenti campagne e definendo una normativa antiriciclaggio.

Il legislatore europeo non ha limitato la sua azione al superamento della frammentazione giuridica delle operazioni di *crowdfunding*, ma anche ha deciso di definire una serie di attività accessorie come la creazione delle bacheche elettroniche e il servizio di gestione individuale dei portafogli dei prestiti, oggetto di analisi in questa sede. A differenza quindi delle ordinarie operazioni di *crowdfunding*, in questo caso il prestatore del servizio di gestione non si limita al mero abbinamento tra gli interessi degli investitori e quelli dei titolari, ma effettua direttamente investimenti in progetti per conto e nel migliore interesse individuale di ciascun investitore.⁶⁰ Tale attività concorre ad ampliare l'operatività del gestore che non solo svolge una funzione di mediazione tra i soggetti, ma può prendere anche decisioni di investimento, agendo però su base non completamente discrezionale in quanto gli investitori devono essere informati del metodo utilizzato per scegliere come impiegare i loro fondi. I gestori, tra l'altro, sono tenuti a rispettare i parametri previamente indicati dall'investitore, per tali motivi, il mandato conferitogli non può essere generico⁶¹.

⁵⁹ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle Regioni. Piano di azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo, in www.eur-lex.europa.eu, 2018, p. 8.

⁶⁰ S. MEZZACAPO, *op. cit.*, pp. 11 e ss.

⁶¹ S. MEZZACAPO, *op. cit.*, pp. 14 e ss.

Pur potendo prendere decisioni di investimento, i fornitori non assumono rischi che restano interamente a carico dell'investitore.⁶²

Al fine di garantire un'adeguata e completa tutela degli investitori, l'art. 6, co. 7 del Reg. UE 2020/1503, affida alla *European Banking Authority* (EBA), in collaborazione con la *European Securities and Markets Authority* (ESMA), il compito di elaborare progetti di norme tecniche di regolamentazione per specificare le informazioni che devono essere fornite agli investitori, in modo che siano adeguatamente informati sul servizio di gestione individuale dei portafogli. L'obiettivo è di ridurre l'asimmetria informativa tra i fornitori e gli investitori,⁶³ nonché di garantire trasparenza e adeguata protezione dei clienti.⁶⁴

Permangono, tuttavia, talune questioni irrisolte tra cui, innanzitutto, il ritardo di alcuni Stati membri, come l'Italia, nell'adeguare l'ordinamento interno al regime europeo, nonostante l'estensione del periodo transitorio.⁶⁵ Un altro limite del Regolamento è l'esclusione dal regime europeo per le operazioni di *peer-to-peer lending*, le quali restano disciplinate dal diritto nazionale. Per risolvere la questione, la Commissione, il 30 giugno 2021, ha presentato una proposta di revisione della Direttiva UE 2008/48, relativa ai contratti di credito ai consumatori, al fine di introdurre la categoria dei servizi di credito tramite *crowdfunding*, ovvero «forniti da una piattaforma di crowdfunding per facilitare la concessione di un credito al consumo». Tale proposta andrebbe a integrare il Reg. UE 2020/1503 sui servizi di *crowdfunding* per le imprese, sebbene allo stato risulti ancora in fase di negoziazione.

Nonostante tali criticità, il Regolamento sui servizi di *crowdfunding* resta uno degli strumenti più rilevanti per adeguare il contesto europeo a un mercato finanziario sempre più digitalizzato e, più in generale, per favorire lo sviluppo di un'economia equa e competitiva, attraverso l'utilizzo di tecnologie, prodotti e servizi sempre più innovativi.⁶⁶

⁶² EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *op. cit.*, p. 29.

⁶³ L'asimmetria informativa tra finanziatori e gestori può aumentare la possibilità che i primi sottovalutino i rischi di un investimento; nonché EUROPEAN BANKING AUTHORITY, *op. cit.*, p. 29.

⁶⁴ A. MANFROI, A. MIORELLI, *op. cit.*, pp. 4 e s.

⁶⁵ Sono invece più avanti in termini di recepimento Paesi come la Francia e la Spagna.

⁶⁶ COMMISSIONE EUROPEA, Proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativi ai crediti al consumo, in www.eur-lex.europa.eu, 2021, p. 1.

