

**Position Paper
Il Regolamento UE 2020/1503
relativo ai fornitori europei
di servizi di crowdfunding
per le imprese**

a cura di ItaliaFintech e Chiomenti

7 MAGGIO 2021

Position Paper

Il Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese

Con il presente documento, l'Associazione ItaliaFintech (l'"**Associazione**") espone le proprie considerazioni in relazione al Regolamento UE 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese (il "**Regolamento**"), contribuendo così al dibattito sull'impatto del Regolamento nel mercato italiano, con particolare riferimento agli operatori già presenti in Italia e agli adattamenti dell'attuale ordinamento più funzionali all'attuazione dello stesso.

La decisione del legislatore europeo di armonizzare la regolamentazione applicabile alla prestazione di servizi di *crowdfunding*, tramite l'utilizzo dello strumento del Regolamento è di assoluto rilievo. Il superamento della frammentazione dei regimi nazionali e l'introduzione di un regime comune per le diverse forme di *crowdfunding* appare, infatti, scelta idonea a favorire lo sviluppo del mercato europeo ed italiano del *crowdfunding*, facilitando lo *scale-up* delle imprese già esistenti nel settore, incoraggiando gli investimenti in questo settore e rafforzando la fiducia degli investitori in questo tipo di servizi.

Il *position paper* è stato predisposto da ItaliaFintech unitamente allo Studio Legale Chiomenti, con il contributo dei singoli associati.

1. INTRODUZIONE

1.1. Executive summary

Il 20 ottobre 2020 è stato pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'UE il Regolamento (UE) 2020/1503 relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding*, che introduce – relativamente ai medesimi servizi - importanti elementi di novità sia sul piano del regime di autorizzazione delle imprese che li prestano, sia sul piano delle regole di condotta, oltre naturalmente a consentire l'operatività *cross-border* delle stesse imprese.

Il Regolamento troverà applicazione a partire da novembre 2021 (salvo il regime transitorio di un anno per le piattaforme che già prestano servizi di *crowdfunding*) e introdurrà un *framework* comune per tutti i gestori delle piattaforme di *crowdfunding*, assimilando – sul piano generale - *investment-based* e *lending-based crowdfunding*.

Si tratta di una scelta sistematica innovativa, rispetto al quadro normativo nazionale, che è destinata a incidere sui modelli di *business* e operativi delle piattaforme italiane, aprendo altresì il mercato agli operatori europei.

In particolare, per le piattaforme di *lending-crowdfunding* che intermediano finanziamenti diretti tra imprese e investitori, i principali cambiamenti riguarderanno:

- la necessità di acquisire una preventiva autorizzazione per lo svolgimento dell'attività di gestione della piattaforma (autorizzazione precedentemente necessaria solo nel caso di accesso alla piattaforma di banche e intermediari finanziari in qualità di investitori);
- l'introduzione di una regolamentazione specifica per l'attività di gestione individuale di portafogli di prestiti;
- la diminuzione delle limitazioni all'accesso e all'uso della piattaforma, considerato che: (i) gli investitori, anche *retail*, potranno erogare finanziamenti in maniera professionale e per un ammontare elevato, pur in assenza dell'autorizzazione normalmente prevista per l'attività di concessione di prestiti in Italia; e (ii) le imprese potranno ricevere finanziamenti nel limite di 5 milioni di Euro;
- la possibilità di svolgere anche l'attività di *investment-crowdfunding*.

Il Regolamento non disciplina, invece, le piattaforme di *lending-crowdfunding* che intermediano crediti (e.g. piattaforme di *invoice trading*) o finanziamenti nei confronti dei consumatori (c.d. *peer-to-peer lending*), le quali rimangono dovrebbero quindi rimanere soggette alla disciplina nazionale ed escluse dal mercato comune (e quindi dalla possibilità di operare *cross-border*).

Per le piattaforme di *investment crowdfunding*, le principali novità riguarderanno:

- la necessità di acquisire una nuova autorizzazione, seppure in forma semplificata per i soggetti già operanti in Italia;
- l'ampliamento del novero dei possibili offerenti, non più limitato a PMI e *start-up*, ma esteso a qualunque persona, fisica o giuridica, che agisca per finalità di tipo commerciale o professionale;
- il restringimento del novero degli strumenti che possono essere offerti tramite le piattaforme, con l'esclusione delle quote di organismi di investimento collettivo del risparmio;
- l'introduzione di una limitazione agli investimenti indiretti, effettuati tramite società veicolo, che restano possibili nei soli casi in cui l'*asset* oggetto dell'offerta è indivisibile o illiquido;
- l'ampliamento della platea di investitori cui possono essere offerte obbligazioni, con l'inclusione dei clienti *retail*;
- la possibilità di svolgere anche l'attività di *lending-crowdfunding*;
- la possibilità di avvalersi, per l'attività di intermediazione di pagamenti, di qualunque soggetto autorizzato ai sensi della PSD2 e non soltanto – come attualmente previsto – da banche o imprese di investimento;
- l'introduzione di una valutazione che potrebbe essere definita di "appropriatezza rafforzata" per gli investitori non sofisticati, in quanto prescrive una valutazione più approfondita rispetto a quella prevista dal Regolamento Consob (e anche dalla MiFID II);
- l'introduzione di regole più stringenti in materia di conflitto di interessi e incentivi, che includono – tra l'altro – il divieto per i gestori di aderire alle offerte pubblicate sulla propria piattaforma; possibilità che era invece ammessa – a certe condizioni – nel quadro attuale.

1.2 Le proposte dell'Associazione

L'Associazione ritiene che l'applicazione del Regolamento in Italia non possa prescindere dalla contestuale adozione di una serie di misure di coordinamento tra le nuove previsioni e la previgente normativa nazionale, al fine di assicurare la coerenza della regolamentazione, sul piano sistematico. Nell'ottica di assicurare la tenuta del sistema, la competitività del settore e l'appetibilità dei servizi di *crowdfunding*, a giudizio dell'Associazione, si renderanno opportuni quantomeno i seguenti interventi: (i) rimodulazione del sistema di riserve di attività; (ii) definizione delle competenze di vigilanza sulle piattaforme di *crowdfunding*, che tenga conto dell'esigenza di contenimento degli oneri di *compliance* per soggetti con rilevanza limitata dal punto di vista del rischio sistemico; (iii) emanazione di chiarimenti in merito alla circolazione delle quote, successivamente al collocamento tramite la piattaforma e (iv) razionalizzazione del regime fiscale applicabile al *crowdfunding*.

In particolare, per quanto riguarda il *lending-based crowdfunding*, sarebbe auspicabile:

- A. un coordinamento della nuova disciplina con le tradizionali attività riservate, come ad esempio quella di mediazione creditizia o di concessione di finanziamenti;
- B. l'estensione del Regolamento o di alcuni suoi principi – ove compatibili - anche a quelle attività di *crowdfunding* che non appaiono direttamente ricomprese nell'ambito di applicazione del Regolamento (in particolare, *peer-to-peer lending* rivolto ai consumatori e *invoice-trading*);
- C. l'estensione del regime fiscale di favore attualmente previsto in Italia per il *lending-crowdfunding* anche al caso in cui (i) la piattaforma sia gestita da un *provider* avente sede in un altro stato comunitario e (ii) il prestatore sia una persona fisica.

Per quanto riguarda l'*investment-based crowdfunding*, sarebbe auspicabile:

- A. nel caso di fornitori di servizi di *crowdfunding* che siano autorizzati anche alla prestazione di servizi di investimento, un'indicazione in merito al raccordo tra la disciplina del Regolamento e quella di derivazione MiFID II;
- B. un chiarimento in merito alla possibilità di offrire tramite le piattaforme i titoli di debito delle società a responsabilità limitata, considerato che possono essere attualmente offerte solo a determinate categorie di investitori;
- C. il mantenimento (e, se possibile, addirittura l'estensione a strumenti finanziari diversi dalle quote di s.r.l.) del regime alternativo di intestazione previsto dal TUF, che si è dimostrato uno strumento di semplificazione amministrativa e di riduzione dei costi apprezzato dalla clientela.

Un ulteriore punto di attenzione, trasversale alla tipologia di attività svolta, riguarda le attività di facilitazione dello scambio di prestiti e valori mobiliari che le piattaforme possono svolgere. In particolare, si ritiene necessario chiarire: (a) la portata delle attività di facilitazione di cessione dei prestiti e strumenti che una piattaforma può svolgere, senza eccedere i limiti previsti dal Regolamento; e (b) le implicazioni derivanti dall'applicazione alla cessione dei prestiti degli stessi limiti operativi previsti per la cessione di strumenti finanziari, considerato che la creazione di un sistema multilaterale di negoziazione di prestiti non è attualmente un'attività riservata.

Auspichiamo altresì che l'individuazione della o delle Autorità di vigilanza competenti tenga conto dell'esigenza di contenimento degli oneri di *compliance* e di assicurare uniformità negli approcci e nelle metodologie di vigilanza.

Considerato che il Regolamento avrà un impatto molto significativo sul modello operativo e sul *business* delle piattaforme italiane e richiederà investimenti per l'adattamento dei sistemi IT e dei processi interni, l'Associazione auspica, infine, che gli interventi di coordinamento e le indicazioni circa il processo autorizzativo semplificato per le piattaforme già operative siano posti in essere con il necessario anticipo, anche al fine di salvaguardare la competitività dei soggetti italiani rispetto a quelli europei, nel contesto del mercato comune introdotto con il Regolamento.

2. IL REGOLAMENTO: PRESENTAZIONE E ANALISI DELLE PRINCIPALI PREVISIONI

2.1. L'ambito di applicazione del Regolamento

1. La nozione di "servizi di crowdfunding"

a. Il Regolamento trova applicazione ai "servizi di crowdfunding" prestati nei confronti del pubblico, ove per "servizi di crowdfunding" s'intende la facilitazione dell'incontro tra investitori e titolari di progetti imprenditoriali tramite l'utilizzo di una piattaforma *online*, con il fine di agevolare: (a) la concessione di prestiti; e (b) l'offerta di valori mobiliari e strumenti analoghi.

La nozione di "servizio di crowdfunding" del Regolamento include, pertanto, due diverse componenti: il *lending-based crowdfunding* (lettera a) e l'*investment-based crowdfunding* (lettera b).

Il legislatore europeo ha deciso di trattare congiuntamente queste due diverse forme di *crowdfunding*¹, riconoscendo che esse possono costituire alternative di finanziamento comparabili². Si tratta di una scelta innovativa rispetto al contesto normativo europeo e nazionale, dato che l'attività di intermediazione del credito è attualmente disciplinata da regole diverse rispetto all'intermediazione di strumenti finanziari, sia in tema di regime autorizzativo per i soggetti che prestano tali attività, sia in tema di tutele per i rispettivi clienti.

La circostanza che le due attività siano comprese nella nozione di *crowdfunding* non sembra implicare, d'altra parte, che la prestazione di servizi di *crowdfunding* debba avere ad oggetto la prestazione congiunta di entrambe le attività da parte del prestatore di tali servizi: le piattaforme ben potranno limitare la loro attività all'offerta di strumenti finanziari o di finanziamenti³.

Ciò premesso, giova esaminare più in dettaglio le caratteristiche di ciascuna delle suddette componenti, con particolare riferimento all'oggetto dell'attività di intermediazione.

b. Quanto al *lending-based crowdfunding*, l'attività di intermediazione consta della concessione di prestiti; per "prestito" deve intendersi "un accordo ai sensi 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".

1. Seppure, come si vedrà, differenziando in alcune circostanze le regole di condotta applicabili, a seconda del tipo di servizio di *crowdfunding* prestato.

2. Cfr. Considerando n. 1.

3. Ciò si evince, in particolare, dall'art. 12 del Regolamento, che richiede di indicare, nell'istanza di autorizzazione a prestare i servizi di cui si tratta, "le tipologie di servizi di *crowdfunding* che il candidato fornitore di servizi di *crowdfunding* intende offrire", lasciando intendere che il candidato possa scegliere di prestare solo uno tra i servizi di *investment-crowdfunding* e di *lending-crowdfunding*.

Il Regolamento disciplina unicamente l'intermediazione di finanziamenti diretti dall'investitore all'impresa promotrice del progetto da finanziare. Le piattaforme che svolgono attività di facilitazione della compravendita di crediti (c.d. *invoice trading platforms*) sembrano pertanto escluse dall'ambito di applicazione del Regolamento⁴.

Il servizio di *lending-crowdfunding* comprende espressamente anche la "gestione individuale di portafogli di prestiti" da intendersi come "la ripartizione, da parte di un fornitore di servizi di crowdfunding, di un importo prestabilito di fondi di un investitore, che è un prestatore originario, a uno o più progetti di crowdfunding sulla sua piattaforma di crowdfunding conformemente a un mandato individuale conferito dall'investitore su base discrezionale per ciascun investitore". Questa tipologia di *crowdfunding*, a differenza di quella sopra menzionata, è caratterizzata dalla discrezionalità del prestatore del servizio nell'allocazione delle risorse del cliente per il finanziamento di uno o più progetti di *crowdfunding*, in conformità con le istruzioni recate dal mandato dell'investitore.

c. Con riferimento all'*investment-crowdfunding*, l'attività di intermediazione si caratterizza per il fatto che ha ad oggetto valori mobiliari e strumenti analoghi, categoria quest'ultima idonea a ricomprendere ad esempio gli strumenti di capitale di società a responsabilità limitata⁵.

Come noto, la nozione di "valori mobiliari" ai sensi del TUF, comprende essenzialmente azioni, obbligazioni, titoli di debito e altri titoli a questi equivalenti. Le attività d'intermediazione di valori mobiliari sono normalmente qualificate come servizi di investimento e, pertanto, sono soggette alla MiFID II, per quanto riguarda il regime autorizzativo e le regole di condotta. In questo senso, il Regolamento introduce un'eccezione all'applicazione del regime della MiFID II, quando l'attività di intermediazione di valori mobiliari viene svolta tramite piattaforme *online*, con le modalità previste dal Regolamento⁶. In questo caso, infatti, tale attività è soggetta non alla disciplina MiFID II, bensì alle (diverse) disposizioni del Regolamento, in relazione sia al regime autorizzativo e sia alle regole di condotta.

A differenza di quanto avviene per il *lending based crowdfunding*, l'*investment based crowdfunding* non comprende l'attività di gestione individuale di portafogli di strumenti finanziari. Tale attività è dunque destinata a permanere quale servizio di investimento ai sensi della MiFID II, riservato ai soggetti all'uopo autorizzati.

4. Con l'espressione "*invoice trading*" si indica comunemente l'attività di piattaforme che mettono in contatto imprese che intendono cedere i propri crediti commerciali verso terzi con potenziali investitori.

5. Nella Sezione 3, sarà approfondito proprio il tema di quali strumenti partecipativi al capitale di società previsti dal diritto italiano possano rientrare nella categoria degli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*.

6. In questo senso, si veda anche il Considerando n. 10 del Regolamento, ove si afferma che "il presente regolamento dovrebbe applicarsi ai servizi di crowdfunding che consistono nella prestazione congiunta di servizi di ricezione e trasmissione degli ordini di clienti e nel collocamento dei valori mobiliari o degli strumenti ammessi a fini di crowdfunding non sulla base di un impegno irrevocabile su una piattaforma pubblica che fornisce un accesso illimitato agli investitori. La prestazione congiunta di tali servizi è la caratteristica principale dei servizi di crowdfunding rispetto a taluni servizi di investimento previsti dalla direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, anche se individualmente detti servizi corrispondono a quelli contemplati da tale direttiva".

d. Per chiarezza, si osserva da ultimo che l'attività di intermediazione della piattaforma non può comprendere l'intermediazione dei pagamenti tra investitori e titolari di progetto. L'esercizio di tale attività rimane, infatti, riservato a soggetti autorizzati a svolgere servizi di pagamento ai sensi della Direttiva 2015/2366 ("PSD II"). Considerato che l'intermediazione dei pagamenti rappresenta un elemento connaturato al servizio di *crowdfunding*, il gestore della piattaforma è tenuto a stipulare un accordo con un soggetto autorizzato allo svolgimento di tale attività oppure acquisire la necessaria autorizzazione⁷.

II. La nozione di project owner e di investitore

a. I servizi di *crowdfunding* si caratterizzano per "l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti". Al fine di stabilire l'ambito di applicazione del Regolamento, occorre quindi esaminare il perimetro delle nozioni di "titolare di progetto" e di "investitore"⁸.

b. Ai sensi del Regolamento, può essere titolare di progetto (o *project owner*) "ogni persona fisica o giuridica che persegue l'obiettivo di reperire fondi tramite una piattaforma di *crowdfunding*"⁹, ad eccezione dei consumatori¹⁰.

Restano, dunque, escluse dal regime dettato dal Regolamento le c.d. piattaforme di *peer-to-peer lending*, dato che i finanziamenti dalle medesime intermediati sono destinati a consumatori, per le proprie esigenze di spesa personali. Queste ultime continueranno, quindi, ad essere soggette al diritto nazionale. La *ratio* di tale scelta deve ricercarsi nel fatto che il Regolamento è principalmente volto ad agevolare l'accesso ai finanziamenti di PMI e *start-up*, al fine di completare la *Capital Markets Union*.

Ferma la necessità che la raccolta del capitale sia destinata ad un progetto imprenditoriale, il Regolamento non richiede che il *project owner* sia costituito in forma di persona giuridica. Tale previsione appare volta a facilitare l'accesso al mercato dei capitali anche agli imprenditori che mirano a ottenere una sorta di "validazione" del proprio progetto in una fase in cui questo è ancora embrionale. Proprio in questa prospettiva, il Regolamento richiede che gli Stati membri non prevedano alcun regime autorizzativo per i titolari di progetti.

7. Il Regolamento, del resto, non pone una incompatibilità tra la prestazione di servizi di *crowdfunding* e di servizi di pagamento, contemplando anzi espressamente la possibilità, per un unico soggetto, di prestare entrambi (Considerando 29).

8. Si precisa che sia i titolari di progetto sia gli investitori sono considerati "clienti" dei servizi di *crowdfunding* di cui al Regolamento. Ai sensi dell'art. 2, par. 1, lett. (g) del Regolamento, infatti, è "cliente" "ogni investitore o titolare di progetti, reale o potenziale, a cui un fornitore di servizi di *crowdfunding* presta o intende prestare servizi di *crowdfunding*".

9. Cfr. art. 2, par. 1, lett. (h) del Regolamento.

10. Che sono espressamente esclusi da tale categoria ai sensi dell'art. 1, par. 2(a), del Regolamento.

Il Regolamento contempla anche l'ipotesi che il titolare di progetto possa essere una società veicolo, purché – in quel caso – l'oggetto dell'offerta sia *"una sola attività illiquida o indivisibile"*. Tale previsione è volta a limitare le ipotesi di investimenti indiretti ai soli casi in cui un investimento diretto, data la natura dell'affare, sarebbe difficile da realizzare. Talune indicazioni in merito ai casi in cui gli strumenti offerti sulla piattaforma possono essere offerti da una società veicolo sono state fornite dall'ESMA nelle *"Q&A on the European crowdfunding service providers for business Regulation"*, pubblicate il 25 febbraio 2021¹¹. Come chiarito dal Considerando n. 22 del Regolamento, tale scelta è diretta ad evitare la creazione di possibilità di arbitraggio regolamentare per gli intermediari finanziari disciplinati da altri atti normativi dell'Unione ed, in particolare, per gli *asset manager*.

c. Per quanto riguarda gli investitori, il Regolamento non prevede limitazioni di sorta alla platea dei destinatari delle offerte presenti sulla piattaforma: l'accesso ai servizi di *crowdfunding* è consentito al pubblico, comprese le persone fisiche¹².

Riteniamo, comunque, che il Regolamento non intenda imporre un obbligo per le piattaforme di rivolgersi *sempre* al pubblico indistinto, ben potendo le medesime indirizzare la propria attività unicamente a specifiche categorie di investitori (*e.g.* investitori professionali e/o *high net worthy individuals*)¹³, così come riservare alcune attività ad una singola categoria di investitori specificamente individuata (*e.g.* consentendo l'adesione a progetti di *lending-based crowdfunding* ai soli investitori istituzionali).

Ciò premesso, analogamente a quanto previsto per i titolari di progetto, il Regolamento non richiede che l'investitore sia dotato di specifiche autorizzazioni per poter accedere ai servizi della piattaforma e, anzi, prevede che neppure il diritto nazionale possa prevedere alcun regime autorizzativo o di analogo natura¹⁴.

Da ultimo, sottolineiamo che – a nostro avviso – possono accedere alla piattaforma anche gli intermediari che agiscono per conto terzi, nell'ambito della prestazione di servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti. Il Regolamento non pone, infatti, alcuna specifica restrizione per tale categoria di investitori e, anzi, con riferimento alla consulenza, l'art. 23, par. 15, del Regolamento – nell'ambito delle previsioni relative alle regole di condotta nei confronti dei clienti – menziona la possibilità che il cliente possa ricevere una consulenza in merito ai prodotti offerti tramite la piattaforma.

11. Ad esempio, l'ESMA ha specificato che un asset può considerarsi illiquido ai sensi del Regolamento *"when it cannot be turned into cash swiftly. Factors such as, but not limited to, the following are indications that the asset may be illiquid: (i) there is no organised market for assets of that type; (ii) sales for that type of assets usually take place over the counter; (iii) there is no readily available value for assets of that type; or (iv) reaching an agreement on a selling price with a potential buyer encompasses significant costs [...] and takes from a few weeks to a few months"*.

12. Cfr. Considerando n. 10 del Regolamento.

13. Naturalmente, nel rispetto delle regole generali sul divieto di discriminazione. Ciò in quanto ci sembra che, in assenza di una specifica previsione in senso contrario, valga per le piattaforme il principio generale di libertà nell'organizzare la propria attività economica e il proprio modello di *business*.

14. Resta comunque ferma l'applicazione di specifiche regole di condotta nei confronti degli investitori *retail*, nonché la possibilità, per i fornitori di servizi di *crowdfunding*, di destinare i propri servizi esclusivamente a specifiche categorie di investitori, in ragione della loro natura o con riferimento a specifiche *asset class*.

III. Limiti alla raccolta di capitale tramite piattaforme

Tenuto conto dei rischi associati agli investimenti legati al *crowdfunding*, nell'interesse dell'effettiva tutela degli investitori, il Regolamento fissa una soglia massima di capitale che può essere raccolta da un determinato titolare di progetto in un dato periodo di riferimento. In linea con la soglia utilizzata dalla maggior parte degli Stati Membri per esentare le offerte al pubblico di titoli dall'obbligo di pubblicazione del prospetto informativo, conformemente al regolamento (UE) 2017/1129 (il c.d. "**Regolamento Prospetto**"), tale soglia è stata fissata a 5 milioni di Euro su un periodo di 12 mesi.

Ai fini del raggiungimento di tale soglia concorrono:

- (i) il totale delle somme raccolte nel periodo di riferimento tramite piattaforme, sia tramite l'emissione di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* sia tramite prestiti; e
- (ii) il corrispettivo totale delle offerte al pubblico di valori mobiliari effettuate dal *project owner* al di fuori delle piattaforme, in regime di esenzione dall'obbligo di prospetto ai sensi del Regolamento Prospetto perché "sottosoglia" (ovvero di ammontare inferiore a 5 milioni di Euro).

Pertanto, ai fini del calcolo del corrispettivo massimo dell'offerta tramite piattaforma, il titolare di progetto deve considerare le somme raccolte in contesti diversi da quello di offerte di *crowdfunding* disciplinate dal Regolamento, esclusivamente quando tali somme siano raccolte tramite l'emissione di valori mobiliari e in relazione a tale emissione non sia stato pubblicato un prospetto. Di converso, le somme raccolte tramite finanziamenti al di fuori della piattaforma non rilevano.

2.2. Requisiti di autorizzazione

I. Procedimento di autorizzazione e operatività transfrontaliera

a. Il Regolamento introduce un regime di autorizzazione unico e comune per tutti i fornitori, a prescindere dal servizio di *crowdfunding* offerto. Tale regime – ferma l'applicazione di una disciplina transitoria (su cui *infra*) – sostituirà le norme nazionali per quanto riguarda le tipologie di servizi di *crowdfunding* interessate dal Regolamento¹⁵, con impatti notevoli sull'ordinamento nazionale (come meglio illustrato al par. 3.1), anche in punto di modifica delle disposizioni preesistenti.

15. Cfr. Considerando n. 76. Si rileva, per completezza, che la proposta originaria della Commissione, nel 2018, presentava un approccio del tutto opposto, laddove precisava che la nuova disciplina non intendeva – testualmente – "*interferire con i regimi nazionali su misura o le autorizzazioni esistenti*", mirando piuttosto a "*offrire ai fornitori di servizi di crowdfunding la possibilità di presentare domanda per un marchio UE*" che consentisse loro di "*ampliare le proprie operazioni in tutta l'Unione a determinate condizioni*". Al riguardo, la lettera finale della Commissione al Parlamento in punto di "*Osservazioni sulla posizione del Consiglio*", annovera espressamente, tra le modifiche alla proposta, quella relativa all'istituzione di "*un quadro armonizzato a livello dell'UE, conferendo alle autorità nazionali competenti i compiti di concedere autorizzazioni e vigilare, che sostituisca il regime dell'UE facoltativo proposto inizialmente dalla Commissione per i servizi di crowdfunding prestati da fornitori di servizi di crowdfunding*".

Al fine di raggiungere un grado di massima armonizzazione nel settore, gli Stati Membri non potranno inoltre imporre prescrizioni supplementari ai fornitori di servizi di *crowdfunding* autorizzati ai sensi del Regolamento (c.d. divieto di *goldplating*)¹⁶ e/o, in ipotesi di operatività transfrontaliera, richiedere una presenza fisica del *provider* nello Stato Membro di destinazione¹⁷.

b. Dal punto di vista soggettivo, l'art. 3 del Regolamento prevede che i servizi di *crowdfunding* possano essere forniti solo da persone giuridiche stabilite nell'Unione e autorizzate come fornitori di servizi di *crowdfunding*. Pertanto, l'ambito di applicazione del Regolamento non include soggetti aventi sede in Paesi terzi. Il tenore letterale della norma sembra invece escludere che gli Stati Membri possano consentire a livello nazionale la prestazione di servizi di *crowdfunding* nel proprio territorio da parte di soggetti non-UE, ai sensi della disciplina domestica.

Ferme le specificità nazionali (cfr. successiva Sezione 3), nell'introdurre un'autorizzazione *ad hoc* per la prestazione di servizi di *crowdfunding*, il legislatore europeo ha regolato lo svolgimento, da parte dei gestori, anche di attività diverse da quelle coperte dal Regolamento. In proposito va rilevato quanto segue:

- non è imposto un oggetto sociale esclusivo: i fornitori di servizi di *crowdfunding* possono offrire attività anche diverse da quelle di cui al Regolamento - con l'unico limite della conformità al pertinente diritto dell'Unione o nazionale applicabile;
- l'autorizzazione per la prestazione dei servizi di *crowdfunding* ai sensi del Regolamento è compatibile con lo svolgimento di altre attività riservate; i soggetti già abilitati ai sensi della direttiva 2009/110/CE (EMD), 2013/36/UE (CRD), 2014/65/UE (MiFID II) o PSD II o del diritto nazionale applicabile ai servizi di *crowdfunding* prima dell'entrata in vigore del Regolamento, in particolare, possono presentare istanza di autorizzazione a norma del Regolamento.

c. Dal punto di vista procedurale, il processo di autorizzazione è disciplinato dall'art. 12 del Regolamento, il quale rinvia ad appositi *regulatory technical standards* (RTS) per gli aspetti di dettaglio¹⁸.

16. Cfr. Considerando n. 33.

17. Cfr. art. 12(12) del Regolamento.

18. Il *Consultation Paper* contenente una prima versione degli RTS volti a regolare, *inter alia*, le richieste di autorizzazione e il piano di continuità operativa ai sensi del Regolamento è stato pubblicato dall'ESMA il 26 febbraio 2021 (cfr. ESMA /35-36-2201). Il termine della consultazione è fissato per il 28 maggio 2021.

L'istanza deve essere indirizzata all'Autorità competente dello Stato Membro in cui il *provider* è stabilito – individuata ai sensi dell'art. 29 del Regolamento – e presuppone l'invio di un articolato set di informazioni e documenti, volto a fornire un quadro esaustivo dell'identità del fornitore e dei suoi responsabili, delle caratteristiche dei servizi e della piattaforma di *crowdfunding* dallo stesso offerti, nonché dei presidi di *governance*, organizzativi e prudenziali rispettivamente implementati¹⁹.

Il procedimento per ottenere l'autorizzazione ha durata complessiva di circa quattro mesi.

d. In stretta connessione con l'introduzione del nuovo regime autorizzativo a partire dal 10 novembre 2021, il legislatore comunitario ha introdotto anche una disciplina transitoria volta a consentire la prosecuzione delle attività da parte degli operatori abilitati a livello locale. Questi ultimi potranno continuare a prestare i servizi coperti dal Regolamento, conformemente al diritto nazionale applicabile, fino al 10 novembre 2022²⁰ o fino al rilascio di un'autorizzazione ai sensi dell'art. 12 del Regolamento, se tale data è anteriore²¹. Appare invece ragionevole ritenere – sebbene non esplicitato – che fino all'ottenimento di un'autorizzazione ai sensi del Regolamento, i fornitori di cui sopra non potranno usufruire del passaporto ivi disciplinato.

L'impostazione del Regolamento sembra presupporre che anche i soggetti che attualmente prestano servizi di *crowdfunding* ai sensi dell'ordinamento nazionale saranno tenuti – seppure entro un lasso temporale più esteso – a presentare apposita istanza di autorizzazione conformemente al Regolamento ove prestino i servizi da questo disciplinati. In tale ambito è comunque riconosciuta la possibilità, per gli Stati Membri, di disporre – per la durata del periodo di transizione – di procedure di autorizzazione semplificate per i fornitori di servizi di *crowdfunding* già autorizzati a livello nazionale al momento dell'entrata in vigore del Regolamento.

19. Nell'ambito delle informazioni da trasmettere in sede di istanza di autorizzazione, risultano di particolare rilevanza quelle relative ai presidi prudenziali delle piattaforme, che risultano ridotti rispetto a quelli richiesti dall'attuale disciplina nazionale in materia di *investment crowdfunding*. In particolare, i fornitori di servizi di *crowdfunding* sono tenuti a disporre, in ogni momento, di presidi prudenziali: (a) per un importo pari almeno al più elevato tra: (i) 25 000 Euro; e (ii) un quarto delle spese fisse generali dell'anno precedente, riesaminate annualmente, che devono comprendere il costo di gestione dei prestiti per tre mesi qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* agevoli anche la concessione di prestiti; (b) in una delle seguenti forme: (i) fondi propri, consistenti in elementi del capitale primario di classe 1 di cui agli art. da 26 a 30 del regolamento (UE) n. 575/2013 a seguito delle detrazioni integrali di cui all'art. 36 di tale regolamento, e senza applicazione delle soglie per l'esenzione a norma degli art. 46 e 48 del medesimo; (ii) polizza assicurativa che copra i territori dell'Unione in cui le offerte di *crowdfunding* sono commercializzate attivamente o una garanzia comparabile; (iii) combinazione dei punti i) e ii). Sono previste naturalmente esenzioni specifiche con riferimento ai fornitori che, in virtù di diverse autorizzazioni, siano già destinatari di specifici regimi prudenziali (quali enti creditizi, imprese di investimento, istituti di pagamento e di moneta elettronica).

20. Entro il 10 maggio 2022, la Commissione effettuerà una valutazione in merito all'applicazione del Regolamento ai fornitori di servizi di *crowdfunding* che operano solo su base nazionale e potrebbe decidere di estendere il periodo transitorio sopra richiamato per una sola volta e per ulteriori 12 mesi.

21. Cfr. art. 48 del Regolamento e Considerando n. 77 "I fornitori di servizi di *crowdfunding* che non hanno ottenuto un'autorizzazione in conformità al (...) regolamento entro il 10 novembre 2022 non dovrebbero più pubblicare alcuna nuova offerta di *crowdfunding* dopo tale data. Allo scopo di evitare una situazione in cui la raccolta dell'obiettivo di capitale per un determinato progetto di *crowdfunding* non sia completata entro il 10 novembre 2022, le richieste di finanziamento dovrebbero essere chiuse entro tale data. Tuttavia, dopo il 10 novembre 2022 la gestione dei contratti in essere, ivi compresa la raccolta e il trasferimento dei crediti, la messa a disposizione di servizi di custodia delle attività o lo svolgimento di operazioni societarie, può continuare in conformità del diritto nazionale applicabile"; alla luce di tale precisazione non sembrerebbe essere prevista, in ipotesi di mancato ottenimento dell'autorizzazione, una brusca interruzione dei progetti *outstanding*.

e. L'introduzione di un regime di autorizzazione uniforme è funzionale, tra l'altro, ad agevolare la prestazione di servizi su base transfrontaliera²². Al medesimo fine è ispirato il meccanismo di notifica agevole e rapido per l'offerta di servizi di *crowdfunding* da parte dei fornitori in Stati Membri diversi da quello di autorizzazione, con un procedimento della durata al massimo di 15 giorni, che prevede la presentazione alla propria Autorità di riferimento di una notifica recante un *set* molto limitato di informazioni²³.

A differenza di quanto previsto per altri settori finanziari, il Regolamento si limita a disciplinare la "*prestazione transfrontaliera di servizi*", senza richiamare espressamente la tipica distinzione tra libera prestazione di servizi e stabilimento, né specificare le modalità per la promozione *cross border* dei medesimi servizi.

La scelta tiene probabilmente conto del mezzo attraverso cui vengono offerti i servizi di *crowdfunding* (i.e. piattaforme disponibili *online* e accessibili al pubblico), che si presta a valicare i confini nazionali. Il Regolamento offre in tal senso una possibilità di notevole interesse per gli operatori del settore – realtà nazionali o soggetti esteri interessati al mercato italiano – consentendo di ampliare il bacino di raccolta e di finanziamento, evitando nel contempo i costi e i rischi legali che si affrontano attualmente operando in quadri giuridici distinti e frammentati. Tenuto conto che la nozione di "cliente" dei servizi di *crowdfunding* di cui al Regolamento ricomprende tanto gli investitori, quanto i titolari di progetto, sembra che, ai fini della definizione dell'ambito geografico in cui il servizio di *crowdfunding* è prestato (e, dunque, dell'applicazione del regime di *passporting*), si debba tener conto non solo del luogo di residenza degli investitori *target* ma anche del luogo in cui sono insediati i potenziali titolari di progetto cui la piattaforma si rivolge.

II. Regole di condotta

a. Il Regolamento riserva ampio spazio alle regole di condotta applicabili ai fornitori di servizi di *crowdfunding*; l'insieme dei relativi adempimenti potrebbe avere un forte impatto sulla gestione, anche operativa, delle piattaforme.

b. Tali regole tengono conto soprattutto dei rapporti che i fornitori dei citati servizi impostano, nell'esercizio dell'attività, con i *project owner* e gli investitori, sofisticati o non sofisticati. Rinviando al Regolamento per una rappresentazione esaustiva di tutti i nuovi adempimenti introdotti, se ne richiamano sinteticamente di seguito gli aspetti più significativi²⁴.

22. Cfr. Considerando n. 30.

23. Le informazioni richieste riguardano, in particolare, (i) gli Stati Membri in cui intendano operare; (ii) l'identità delle persone fisiche o giuridiche responsabili della prestazione di servizi di *crowdfunding* in tali Stati; (iii) la data di inizio prevista per l'erogazione dei servizi; (iv) le altre attività eventualmente esercitate dal fornitore e che non rientrino nell'ambito di applicazione del Regolamento.

24. Eventuali ulteriori approfondimenti che potrebbero rendersi necessari in relazione a profili specifici dovranno necessariamente tener conto delle proposte di RTS che, ai sensi del Regolamento, verranno emanate prossimamente dall'ESMA e dall'EBA, *inter alia*, in materia di gestione individuale di portafogli di prestiti, trattamento dei reclami, conflitti di interessi, informazione ai clienti, pubblicazione tasso di default, test d'ingresso di verifica delle conoscenze e simulazione della capacità di sostenere perdite, KIIS. In data 26 febbraio 2021, l'ESMA ha posto in consultazione i propri *draft* di RTS in materia, *inter alia*, di gestione dei reclami, conflitti di interessi, informazioni sul tasso di default, test di ingresso e simulazione sulla capacità di sostenere le perdite, KIIS (cfr. ESMA /35-36-2201). Il testo definitivo delle norme tecniche sarà pubblicato solo al termine del procedimento di consultazione, che termina il 28 maggio 2021.

c. Nei confronti dei titolari di progetto è previsto, innanzitutto, lo svolgimento di una serie di attività di *due diligence* preliminare, tra cui: (i) l'adeguata verifica, volta ad appurare l'assenza di precedenti penali rilevanti e/o l'assenza di legami con giurisdizioni ad alto rischio o non cooperative ai sensi della disciplina antiriciclaggio²⁵; (ii) la valutazione del rischio di credito del *project owner*, volta a verificare la possibilità che lo stesso adempia alle proprie obbligazioni nell'ambito del progetto²⁶.

d. Nell'ambito del rapporto con gli investitori, invece, tra le principali previsioni che il Regolamento detta con riferimento alla generalità dei servizi di *crowdfunding* inclusi nel perimetro di applicazione dello stesso - indifferentemente dal fatto che siano *investment* o *lending based* - figurano le seguenti:

- a) obblighi informativi e *key investment information sheet* ("KIIS");
- b) valutazione di appropriatezza;
- c) diritto di ripensamento.

Le tutele previste dal Regolamento sono differentemente modulate a seconda che l'investitore si qualifichi come sofisticato o non sofisticato e sono naturalmente rafforzate e più stringenti in tale ultimo caso.

e. Gli adempimenti informativi introdotti dal Regolamento spaziano da obblighi di rendicontazione specifici (rispetto alle gestioni di portafogli di prestiti, ad esempio, ai sensi dell'art. 6 del Regolamento) alla necessità di pubblicare sul sito informative generali (in merito a conflitti di interessi, al trattamento dei reclami, nonché al metodo usato per calcolare punteggi di affidabilità creditizia e per la determinazione del prezzo delle offerte, etc.). La *ratio* e la portata di tali adempimenti appaiono sostanzialmente in linea con i presidi di *disclosure* tipicamente previsti a tutela degli investitori anche in altre branche del settore finanziario.

Sotto diverso profilo, i clienti devono essere espressamente informati da parte del gestore della piattaforma che i servizi di *crowdfunding* offerti ai sensi del Regolamento non sono coperti da sistemi di garanzia dei depositi istituiti in conformità con la Direttiva 2014/49/UE e che i valori mobiliari o gli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* acquisiti attraverso la piattaforma non rientrano nei sistemi di indennizzo degli investitori istituiti in conformità della Direttiva 97/9/CE.

25. Cfr. art. 5 del Regolamento.

26. Tale ultima valutazione è richiesta (i) qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* stabilisca il prezzo di un'offerta di *crowdfunding*; o (ii) in ipotesi di gestioni individuali di portafogli di prestiti su base discrezionale, rispetto ai titolari di progetti selezionati per il portafoglio dell'investitore, al fine di assicurare il rispetto del mandato conferito.

Con esclusivo riferimento alla prestazione di servizi di *crowdfunding* consistenti nell'intermediazione della concessione di prestiti, i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono altresì pubblicare in modo ben visibile sul proprio sito *web* informazioni specifiche, ad esempio sul tasso di *default*²⁷.

Nell'ambito delle regole di condotta dei fornitori, il Regolamento prevede anche la predisposizione e la messa a disposizione di alcuni modelli di informativa standardizzati (i KIIS di cui agli art. 23 e 24 del Regolamento) per ciascun investimento. L'adempimento in questione, volto a favorire la comparabilità delle diverse offerte, appare in linea – oltre che con le scelte legislative già effettuate in altre aree dei mercati finanziari – anche con alcune previsioni nazionali in tema di *investment-based crowdfunding*.

Quanto alle sovrapposizioni tra KIIS e le altre informative eventualmente contemplate da diversi *corpus* normativi, il Regolamento si limita a chiarire che la consegna del KIIS rende i fornitori adempienti al regolamento (UE) n. 1286/2014 (c.d. Regolamento PRIIPS). Le offerte di *crowdfunding* coperte da Regolamento, infine, sono esentate dalle previsioni di cui al Regolamento Prospetto²⁸.

f. L'art. 21 del Regolamento richiede ai gestori di condurre una valutazione in merito all'appropriatezza dei servizi di *crowdfunding* offerti agli investitori non sofisticati.

Sul piano procedurale, la verifica in questione deve essere effettuata prima di consentire ai potenziali investitori non sofisticati il pieno accesso alle piattaforme – anche prima dell'effettiva adesione ad un'offerta – e comprende lo svolgimento di:

- un c.d. «test di ingresso» (da ripetere poi ogni due anni dopo quello iniziale) volto a raccogliere informazioni circa esperienza, obiettivi di investimento, situazione finanziaria e comprensione dei rischi legati all'investimento (in generale e sulla specifica piattaforma), incluse quelle riguardanti precedente operatività ed eventuali esperienze professionali specifiche in materia di *crowdfunding*; e
- una simulazione della capacità di sostenere le perdite – calcolata in misura pari al 10% del patrimonio netto – basata su dati relativi a reddito, attività e impegni finanziari (da ripetere con cadenza annuale)²⁹.

27. In particolare, i fornitori devono pubblicare: a) con cadenza annuale, i tassi di *default* dei progetti di *crowdfunding* offerti sulla loro piattaforma almeno nel corso dei 36 mesi precedenti; e b) un rendiconto dei risultati entro quattro mesi dalla chiusura di ciascun esercizio indicando, se del caso: (i) il tasso di *default* previsto ed effettivo di tutti i prestiti promossi dal fornitore di servizi di *crowdfunding* per categoria di rischio e con riferimento alle categorie di rischio definite nel sistema di gestione dei rischi; (ii) una sintesi delle ipotesi usate per determinare i tassi di *default* previsti; e (iii) qualora il fornitore di servizi di *crowdfunding* abbia offerto un obiettivo di tasso di rendimento in relazione alla gestione individuale di portafogli di prestiti, il rendimento effettivo realizzato.

28. Cfr. Considerando n. 67 e art. 48 del Regolamento.

29. In ipotesi di mancata ricezione delle informazioni necessarie, nonché, in ogni caso, laddove risulti che i potenziali investitori non dispongono di un grado di conoscenze ed esperienze sufficiente, il fornitore di servizi di *crowdfunding* sarà tenuto ad inviare un'apposita segnalazione di rischio, indicando chiaramente il rischio di perdita della totalità del denaro investito. I potenziali investitori non sofisticati dovranno riconoscere espressamente di aver ricevuto e compreso la segnalazione prima di proseguire le proprie attività sulla piattaforma.

Ulteriori adempimenti a tutela degli investitori non sofisticati sono inoltre previsti ogni volta che questi ultimi accettino un'offerta che comporterebbe un investimento per un ammontare superiore al più elevato tra 1000 Euro o il 5% del relativo patrimonio netto³⁰.

I predetti adempimenti sono preordinati a fornire *warning* di rischio agli investitori, al fine di assicurare l'adeguata comprensione delle caratteristiche e dei rischi dei servizi di *crowdfunding*, nonché ad evitare, anche nel continuo, fenomeni di c.d. *overexposure*, ma non precludono, di per sé, ad un investitore di accedere alle offerte di una piattaforma.

g. Per quanto riguarda la disciplina in materia di diritto di ripensamento, l'art. 22 del Regolamento riconosce agli investitori non sofisticati un breve periodo di riflessione (4 gg. di calendario) entro cui ritirare la propria offerta, senza motivazioni o penali. I fornitori devono informare la clientela in modo chiaro di tale prerogativa³¹ ed evitare di prelevare somme prima della scadenza del termine in questione.

Tenuto conto delle diversità tra i contenuti del Regolamento e gli analoghi presidi attualmente vigenti in materia di *investment-crowdfunding*, dovrebbero essere valutati con una certa attenzione gli impatti delle nuove previsioni sui rapporti in corso con gli investitori alla data di implementazione.

Non sembra inoltre chiaro il rapporto tra i termini previsti dal Regolamento e la disciplina comune applicabile a tutela dei consumatori (cfr. art. 67 *duodecies* del D.lgs. 206 del 6 settembre 2005, contenente il Codice del Consumo), che prevede, *inter alia*, una sospensione dell'efficacia del contratto avente ad oggetto "attività di investimento" concluso via *internet* per la durata di 14 giorni, nonché un diritto di recesso del consumatore entro il medesimo termine, senza motivo, senza penali e con obbligo per l'intermediario di rimborsare tutte le somme acquisite. Al riguardo andrebbe valutato se la disciplina in materia di consumatori possa effettivamente trovare applicazione nel contesto del Regolamento - quantomeno con riferimento alla categoria di investitori non professionali che si qualificano anche come consumatori - e, in caso di esito positivo, tra l'altro, se possa essere considerata «attività di investimento» ai sensi del Codice del Consumo anche l'operatività connessa al *lending-based crowdfunding*.

30. Ai sensi dell'art. 21(7) del Regolamento, il fornitore di servizi di *crowdfunding*, in tal caso, provvede a che gli investitori: a) ricevano un'avvertenza sui rischi; b) forniscano un consenso esplicito al fornitore di servizi di *crowdfunding*; e c) dimostrino al fornitore di servizi di *crowdfunding* che comprendono l'investimento e i relativi rischi.

31. Ai sensi del Regolamento (art. 22) il potenziale investitore non sofisticato viene informato (i) subito prima che possa formulare la sua offerta dell'esistenza e della durata del periodo di riflessione, nonché delle modalità di revoca dell'offerta; (ii) subito dopo aver ricevuto l'offerta, dell'inizio del periodo di riflessione.

h. Infine, osserviamo che, tra le regole di condotta, un rilievo particolare viene assegnato alla prevenzione e/o gestione dei conflitti di interessi, con regole che vietano o limitano l'accesso alla piattaforma da parte di soggetti che hanno stretti legami con la piattaforma.

In tale prospettiva, il Regolamento prevede i seguenti presidi:

- (a) lato *project owner*, i gestori di piattaforme non possono pubblicare offerte relative a: a) soci del gestore della piattaforma che detengono il 20%, o più, del capitale azionario o dei diritti di voto nella medesima; b) i loro dirigenti o dipendenti; e c) qualsiasi persona fisica o giuridica collegata a tali azionisti, dirigenti o dipendenti da un legame di controllo:
- (b) lato investitore, i gestori di piattaforme non possano aderire direttamente ad offerte pubblicate sulla propria piattaforma. È tuttavia possibile, per i gestori di portali, accettare l'adesione alle offerte pubblicate sulla propria piattaforma da parte di soggetti che hanno stretti legami con la piattaforma medesima (ivi inclusi soci aventi partecipazioni significative nella piattaforma, dirigenti o dipendenti)³². Tuttavia, in tal caso, la piattaforma deve rispettare specifici obblighi di *disclosure* nei confronti degli investitori e dotarsi di presidi volti a evitare trattamenti preferenziali o accessi privilegiati alle informazioni sulle offerte.

32. Le categorie corrispondono a quelle in relazione a cui il Regolamento esclude che possa assumersi la qualifica di *project owner*, ovvero: a) partecipanti al capitale che detengono il 20%, o più, del capitale azionario o dei diritti di voto; b) loro dirigenti o dipendenti; c) qualsiasi persona fisica o giuridica collegata a tali azionisti, dirigenti o dipendenti da un legame di controllo quale definito all'art. 4, par. 1, punto 35), lettera b), della MiFID II).

3. L'INQUADRAMENTO DEL REGOLAMENTO NEL CONTESTO DELLA REGOLAMENTAZIONE ITALIANA

Al fine di contribuire al dibattito sull'impatto del Regolamento nell'ordinamento italiano, in questa Sezione, l'Associazione intende analizzare l'interazione tra il Regolamento e il quadro normativo interno in alcune aree d'interesse, se del caso anche al fine di illustrare possibili interventi normativi volti a migliorare la coerenza del sistema normativo nel suo insieme. In particolare, le aree di approfondimento saranno quattro:

- (a) l'inquadramento delle attività disciplinate nel Regolamento all'interno della vigente normativa settoriale;
- (b) la vigilanza sulle piattaforme;
- (c) il mercato secondario degli *asset* scambiati tramite i portali; e
- (d) il regime fiscale applicabile ai proventi derivanti dall'erogazione di finanziamenti tramite piattaforme di *lending-based crowdfunding*.

3.1. Inquadramento delle attività disciplinate nel Regolamento all'interno della vigente normativa settoriale

1. Il lending-based crowdfunding

In Italia, la prestazione dell'attività di *lending-based crowdfunding* e l'operatività sulla piattaforma da parte dei prenditori e dei finanziatori possono richiedere una specifica autorizzazione (o essere prestate liberamente), a seconda delle modalità con cui sono svolte. Il Regolamento incide profondamente sul questo assetto, considerato che rende (i) l'attività di finanziatori e di finanziati sulla piattaforma un'attività libera (non soggetta ad alcuna preventiva autorizzazione) e (ii) l'attività della piattaforma un'attività riservata a soggetti autorizzati ai sensi del Regolamento. Si riportano di seguito schematicamente le principali differenze tra il regime attuale e il regime dettato dal Regolamento.

Regime nazionale attuale	Regime previsto dal Regolamento	Impatto del nuovo regime sulla normativa nazionale
Finanziatori		
<p>I finanziatori, qualora eroghino prestiti nei confronti del pubblico (i.e. su base professionale e nei confronti di terzi) devono essere autorizzati a svolgere l'attività di concessione di finanziamenti ex art. 106 del TUB (ovvero, essere banche o intermediari finanziari)³³.</p> <p>Pertanto, di norma, le piattaforme prevedono limiti massimi all'importo che un singolo finanziatore, diverso da una banca o intermediario finanziario, può erogare in un determinato periodo di tempo (evitando così che all'attività di tale finanziatore possa essere attribuito il carattere della professionalità).</p>	<p>Il Regolamento prevede che gli Stati membri non possano imporre ai potenziali investitori di ottenere una preventiva autorizzazione per poter erogare prestiti tramite una piattaforma di <i>crowdfunding</i>.</p>	<p>I finanziatori sembrerebbero non dover necessariamente disporre dell'autorizzazione di cui all'art. 106 del TUB per operare sulla piattaforma in maniera professionale.</p> <p>In questa prospettiva, riteniamo che le piattaforme non dovranno più prevedere limiti massimi all'importo erogabile da parte di ciascun investitore.</p>
Titolare di progetto (prenditore)		
<p>I prenditori sono, di norma (salvo ipotesi particolari), soggetti alla riserva prevista per l'attività di raccolta del risparmio tra il pubblico ai sensi dell'art. 11 del TUB.</p> <p>La Banca d'Italia ha tuttavia precisato che l'operatività del prenditore non richiede la predetta autorizzazione, se il prestito è negoziato sulla base di una trattativa personalizzata³⁴. Inoltre, l'Autorità ha raccomandato alle piattaforme di definire un limite massimo, di contenuto importo, all'acquisizione di fondi, al fine di limitare l'attività di raccolta presso il pubblico di soggetti non bancari.</p>	<p>Il Regolamento impone che i prenditori non siano soggetti ad alcuna preventiva autorizzazione. Con riguardo all'importo massimo finanziabile, troverà comunque applicazione il limite di 5 milioni di Euro previsto dal Regolamento.</p> <p>Il Regolamento, tuttavia, esclude dalla categoria dei potenziali prenditori: (i) soggetti che richiedono prestiti al di fuori della propria attività professionale (in definitiva, i consumatori); e (ii) soggetti che richiedono finanziamenti in forma indiretta, in particolare attraverso la cessione di crediti.</p>	<p>Le condizioni dettate dalla Banca d'Italia per non ricadere nella riserva di cui all'art. 11 del TUB (<i>in primis</i>, la necessità di trattative personalizzate) parrebbero doversi considerare superate, a seguito dell'applicazione del Regolamento.</p> <p>Le piattaforme di <i>invoice trading</i> e <i>peer-to-peer lending</i> a favore di consumatori in assenza di adattamenti normativi, dovrebbero continuare ad essere soggette alle normative vigenti.</p>

33. Si precisa che, in casi specifici, anche altri soggetti regolamentati possono erogare finanziamenti, come ad esempio fondi d'investimento e SPV..

34. Si fa riferimento alle disposizioni sulla raccolta del risparmio tra il pubblico da parte dei soggetti diversi dalle banche emanate dalla Banca d'Italia nel 2016 e reperibili al seguente indirizzo: <https://www.bancaditalia.it/compiti/vigilanza/normativa/archivio-norme/disposizioni/raccolta-risparmio-soggetti-diversi/disposizioni.pdf>.

Regime nazionale attuale	Regime previsto dal Regolamento	Impatto del nuovo regime sulla normativa nazionale
Gestore della piattaforma di <i>lending based crowdfunding</i>		
<p>L'attività del gestore è riservata solo se, tra i finanziatori, sono ammesse anche banche e intermediari finanziari. L'attività che consiste nel "mettere in relazione banche o intermediari finanziari con la potenziale clientela per la concessione di finanziamenti sotto qualsiasi forma"³⁵ è infatti riservata ai mediatori creditizi.</p> <p>Il gestore della piattaforma deve, altresì, astenersi dal gestire i flussi dei pagamenti, considerato che tale attività è riservata a soggetti autorizzati a prestare servizi di pagamento ai sensi della PSD II.</p>	<p>Il Regolamento introduce una specifica autorizzazione per i gestori di piattaforme, indipendentemente dalla natura dei finanziatori.</p>	<p>Non sarà più possibile per i gestori di piattaforme esercitare tale attività senza alcuna autorizzazione e senza essere sottoposti a una specifica regolamentazione, nonché alla vigilanza delle competenti Autorità.</p> <p>D'altra parte, si ritiene ragionevole che le piattaforme dovranno essere esentate dal regime autorizzativo per l'attività di mediazione creditizia³⁶.</p>

Alla luce di quanto sopra, può concludersi che, all'introduzione di oneri regolamentari (autorizzazione, regolamentazione, vigilanza) per poter svolgere l'attività di *lending-based crowdfunding*, corrisponda tuttavia un ampliamento, per gli operatori del settore, delle opportunità di *business* in termini di platea dei potenziali investitori e prenditori, modalità di prestazione del servizio e attività esercitabili.

Tuttavia, in Italia, rischia di crearsi una disparità tra piattaforme di *crowdfunding* soggette al Regolamento e piattaforme di *invoice trading* e *peer-to-peer lending* a favore di consumatori che, come detto, in assenza di adattamenti normativi, dovrebbero continuare ad essere soggette al (molto diverso) regime vigente.

L'Associazione ritiene, pertanto, opportuno che, nel contesto dell'attuazione del Regolamento, si valuti l'estensione di questa normativa o di alcuni suoi principi anche a quelle attività di *crowdfunding* non ricomprese nell'ambito di applicazione del Regolamento.

35. Ai sensi dell'art. 128-*sexies* del TUB.

36. Ciò sarebbe coerente con l'art. 12 del d.lgs. 141/2010 che prevede un'esenzione da tale regime per gli intermediari bancari, finanziari e assicurativi, ovvero soggetti che – come i gestori – sono già in possesso di un'altra autorizzazione per operare nel settore dei mercati finanziari.

In questa prospettiva, potrebbe essere opportuno anche chiarire, nel caso, se la medesima piattaforma possa prestare congiuntamente sia l'attività di *lending-based crowdfunding* ai sensi del Regolamento sia altre attività, con particolare riferimento a quella di *invoice trading*³⁷. Ciò in quanto, se è vero che il Regolamento non prevede, per le piattaforme, l'obbligo di avere un oggetto sociale esclusivo, d'altro canto, l'art. 25 del Regolamento, che disciplina il servizio di bacheca elettronica (su cui si veda più diffusamente *infra*), potrebbe essere interpretato come un impedimento alla possibilità delle piattaforme di gestire un sistema di incontro di interessi di acquisto e di vendita di prestiti sorti al di fuori delle medesime, diretto alla stipula di contratti di compravendita.

II. L'*investment-based crowdfunding*

A differenza del *lending-based crowdfunding*, l'*investment-based crowdfunding* costituisce a rigore un'attività riservata anzitutto a livello europeo. Sul piano sistematico, infatti, l'attività di *investment-crowdfunding*, quando ha ad oggetto valori mobiliari (e più in generale) strumenti finanziari, di fatto consiste nella prestazione di un servizio di investimento³⁸. Tale attività rientra quindi nell'ambito di applicazione della MiFID II e deve ritenersi riservata ai soggetti che, in conformità con tale direttiva, sono abilitati a prestare servizi di investimento.

L'art. 3 della MiFID II, tuttavia, consente agli Stati membri di esentare dall'applicazione della MiFID II soggetti che prestino il servizio di ricezione e trasmissione di ordini in relazione a valori mobiliari e/o quote di OICR, nel rispetto di talune condizioni.

In Italia, in applicazione di questa discrezionalità nazionale, è stato introdotto, nel 2013, uno speciale regime che consente anche a soggetti che non siano abilitati a prestare servizi di investimento di offrire il servizio di *investment-based crowdfunding*, purché siano autorizzati come portali per la raccolta di capitali *on-line*, ai sensi dell'art. 50-*quinquies* del d.l.gs. n. 58/1998 (il "TUF") e del corrispondente regolamento attuativo della Consob n. 18592 del 26 giugno 2013 (il "Regolamento Consob").

A seguito dell'entrata in vigore di tale nuovo regime, in Italia si è quindi creato un doppio binario per la prestazione del *servizio di crowdfunding*. In particolare:

- A. i portali autorizzati ai sensi dell'art. 50-*quinquies* del TUF sono tenuti a prestare tali servizi in conformità con le norme previste dalla predetta disposizione e dalle relative norme di attuazione;
- B. i soggetti abilitati a prestare i servizi di investimento corrispondenti a quelli che entrano in gioco nell'esercizio del portale di *crowdfunding* (collocamento o ricezione e trasmissione di ordini) - i cc.dd. "gestori di diritto" - prestano, invece, tali servizi secondo la disciplina dettata dalla MiFID II e dalla corrispondente normativa di attuazione.

37. Naturalmente solo a livello nazionale, non potendo queste attività beneficiare del regime di passaporto previsto dal Regolamento.

38. La piattaforma, infatti, in quest'ipotesi, si occupa di trasmettere un ordine di sottoscrizione di un titolo, per conto di un investitore, all'emittente.

La nuova disciplina europea è destinata a incidere in maniera significativa sulla predetta disciplina nazionale al fine di assicurare un *level playing field* fra tutti i soggetti abilitati dal Regolamento a prestare i servizi di *investment-crowdfunding*.

Ciò detto, considerato che in Italia l'attività di *investment-crowdfunding* è principalmente svolta da portali di *crowdfunding* disciplinati dal diritto nazionale, si riportano di seguito talune considerazioni che emergono dal confronto tra la disciplina del Regolamento e la disciplina dettata dal TUF e dal Regolamento Consob.

Anzitutto, osserviamo che entrambi i regimi sembrano trovare comune fondamento nella volontà di introdurre un regime semplificato e meno oneroso di quello previsto dalla MiFID II per lo svolgimento dell'attività di *crowdfunding*, considerato che, da un lato, lo sviluppo di tali servizi è in grado di facilitare la raccolta di capitali da parte di soggetti, come le PMI e le *start up*, che hanno difficoltà di accesso ai canali di finanziamento tradizionali, con benefici per l'economia europea, e, dall'altro, si tratta di un'attività con rischi più limitati rispetto alla prestazione di altro tipo di servizi di investimento.

Pur partendo da questa *ratio* comune, i due regimi, tuttavia, presentano differenze significative in termini di ambito di applicazione e, soprattutto, regole di condotta³⁹.

Per quanto riguarda l'ambito di applicazione, il Regolamento:

- (a) amplia il novero dei possibili offerenti, non limitandolo a PMI e *start-up*, ma estendendolo a qualunque persona, fisica o giuridica, che agisca per finalità di tipo commerciale o professionale. In questo senso, lo *scope* del Regolamento è più esteso sotto un duplice profilo: da un lato, vengono incluse anche le persone fisiche, purché intendano finanziare una idea imprenditoriale, mentre, dall'altro, possono ora accedere a questo tipo di servizi anche società di grandi dimensioni; ma
- (b) restringe il novero degli strumenti che possono essere offerti tramite le piattaforme, escludendo le quote di organismi di investimento collettivo del risparmio⁴⁰. Come anticipato, nella Sezione 2, infatti, il Regolamento intende favorire gli investimenti diretti.

39. Con riferimento ai requisiti autorizzativi previsti dal Regolamento, si rimanda al par. 2.2. Tuttavia, in linea generale, ci sembra che i requisiti siano, per la gran parte, molto simili a quelli previsti dal Regolamento Consob.

40. Riteniamo, invece, che le cambiali finanziarie potranno continuare ad essere offerte anche dalle piattaforme autorizzate ai sensi del Regolamento, considerato che tali titoli sono qualificati dall'art. 4 della legge n. 43/1994 come "valori mobiliari".

Ci sembra, invece, che il Regolamento non pregiudichi la possibilità di pubblicare offerte aventi ad oggetto quote di società a responsabilità limitata. Il Regolamento, infatti – tra gli strumenti che possono essere oggetto di *investment crowdfunding* – annovera anche gli strumenti ammessi ai fini di *crowdfunding*, ovvero “*le azioni di una società privata a responsabilità limitata*”. Categoria che sembrerebbe comprendere anche le quote di una società a responsabilità limitata costituite ai sensi del diritto italiano⁴¹. Tuttavia, l’apertura del Regolamento non è generalizzata: si richiede, infatti, che tali quote “*non siano soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni*”.

Fermo l’attuale quadro normativo nazionale, tale requisito rischierebbe di limitare, di fatto, la possibilità di accedere alle piattaforme delle società a responsabilità limitata. In particolare:

- (a) per l’offerta di titoli di capitale, solo le s.r.l. che sono classificate come “piccole e medie imprese” potrebbero avervi accesso; e
- (b) per l’offerta di titoli di debito, le s.r.l. potrebbero essere escluse *tout court* dalla possibilità di avvalersi dei servizi di *crowdfunding* disciplinati dal Regolamento.

Con riferimento al tema *sub* (a), si osserva che, in linea generale, ai sensi dell’art. 2468 c.c., le partecipazioni dei soci di società a responsabilità limitata non possano essere oggetto di offerta al pubblico. Sono fatte salve, appunto, solo le quote di piccole e medie imprese costituite in forma di s.r.l., in relazione alle quali esiste una specifica deroga alla richiamata disposizione del Codice Civile⁴².

In questa prospettiva, al fine di sfruttare a pieno le potenzialità del Regolamento, il legislatore italiano potrebbe valutare di prevedere una deroga più ampia all’art. 2468 c.c., per le offerte al pubblico svolte tramite piattaforme di *crowdfunding*.

Un altro aspetto che potrebbe beneficiare di un chiarimento è il novero delle “*restrizioni che di fatto impedirebbero il trasferimento*” delle quote di società a responsabilità limitata. In particolare, potrebbe essere opportuno chiarire se, al fine di soddisfare tale requisito, sia necessario per le società a responsabilità a limitata emettere quote di categoria che siano dotate del carattere della standardizzazione. Se così fosse, anche in questo caso, occorrerebbe introdurre una deroga all’art. 2468 c.c., che limita la possibilità di prevedere categorie di quote di società a responsabilità limitata. Tale deroga potrebbe essere analoga a quella già prevista per le piccole e medie imprese, alle quali – ai sensi dell’art. 26, comma 2, del D.L. 179/2012- è consentito creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, determinarne liberamente il contenuto.

41. A conferma di questa conclusione, la proposta di Regolamento pubblicata il 24 giugno 2019 che conteneva in allegato un elenco delle tipologie di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* ai sensi del diritto nazionale di ciascun Paese, per l’Italia, menzionava proprio le quote di società a responsabilità limitata.

42. Il riferimento è all’art. 26 del D.L. n. 179/2012.

Con riferimento alla questione sub (b) – offerta di titoli di debito da parte di s.r.l. – si osserva che l'art. 2483 c.c. circoscrive la possibilità di sottoscrivere tali titoli unicamente agli investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali.

Occorrerà, quindi, verificare se, considerata questa restrizione, ai sensi del Regolamento, i titoli di debito emessi da s.r.l. potranno essere offerti tramite piattaforme.

Infine, per quanto riguarda le regole di condotta, il Regolamento prevede un regime diverso, per molti aspetti, rispetto a quello del Regolamento Consob. In termini generali, le maggiori differenze di impostazione le due fonti normative sono le seguenti:

- (a) il Regolamento, nella prospettiva di assicurare che le *investor protection rules* siano proporzionate rispetto alla conoscenza e all'esperienza del cliente in materia di investimenti, nonché alla sua capacità di sostenere le perdite, ricalibra la tradizionale classificazione della clientela prevista dalla MiFID II, individuando le nuove categorie di "investitore sofisticato" e "investitore non sofisticato", ove la categoria di "investitore sofisticato" – cui sono destinate minori tutele – è più ampia rispetto a quella dell'"investitore professionale" prevista dalla MiFID II;
- (b) il Regolamento introduce una valutazione che potrebbe essere definita di "appropriatezza rafforzata" per gli investitori non sofisticati, in quanto prescrive una valutazione più approfondita rispetto a quella prevista dal Regolamento Consob (e anche dalla MiFID II) in punto di valutazione di appropriatezza. Ad esempio, ai sensi del Regolamento, il *test* deve comprendere anche informazioni sulla situazione finanziaria del cliente, che saranno propedeutiche per consentire al cliente di effettuare una simulazione della propria capacità di sostenere le perdite;
- (c) il Regolamento consente agli investitori al dettaglio di accedere a tutte le categorie di strumenti offerti tramite la piattaforma (naturalmente nel rispetto delle regole di condotta), superando l'impostazione dell'ordinamento italiano, che limita la possibilità di clienti *retail* di aderire alle offerte aventi ad oggetto obbligazioni;
- (d) il Regolamento pone regole più stringenti in materia di conflitto di interessi e incentivi, che includono – tra l'altro – il divieto per i gestori di aderire alle offerte pubblicate sulla propria piattaforma; possibilità che era invece ammessa – a certe condizioni – dal Regolamento Consob;
- (e) sotto il profilo operativo, il Regolamento consente alle Piattaforme di avvalersi, per l'attività di intermediazione di pagamenti, di qualunque soggetto autorizzato ai sensi della PSD2 e non soltanto – come attualmente previsto dal Regolamento Consob – da banche o imprese di investimento.

Poiché, come detto, il Regolamento è uno strumento di armonizzazione massima che andrà a sostituire la disciplina nazionale attualmente in vigore, le piattaforme che attualmente operano sul mercato italiano dovranno adattare il proprio modello operativo al fine di allinearli alle nuove previsioni del Regolamento.

Sotto il diverso profilo dell'applicazione delle regole in materia di adeguata verifica dell'investitore a fini AML, il Regolamento -in questo caso in linea di continuità con la disciplina nazionale - non individua le piattaforme come soggetti obbligati ad adempiere alle procedure di adeguata verifica, ai sensi della direttiva in materia di anti-riciclaggio (Direttiva UE 849/2015 o "**AMLD**"). Tuttavia, il Considerando n. 32 e l'art. 45 del Regolamento invitano la Commissione a valutare se sia necessario e proporzionato sottoporre le piattaforme all'obbligo di conformarsi al diritto nazionale di attuazione della AMLD⁴³.

L'Associazione auspica che, nel valutare la possibile estensione della disciplina riveniente dalla AMLD, si consideri che l'imposizione di obblighi di adeguata verifica alle piattaforme che non intendano intermediare i flussi dei pagamenti connessi agli investimenti rischierebbe di essere sproporzionata, tenuto altresì conto che tali obblighi sarebbero comunque adempiuti, in occasione di ciascun pagamento, dall'intermediario incaricato dell'intermediazione dei flussi di pagamento tra l'investitore e l'emittente.

43. Naturalmente, tali precisazioni dovrebbero ritenersi necessarie relativamente all'attività delle piattaforme non gestite da intermediari "tradizionali". Per questi ultimi, sembrerebbe infatti doversi applicare la disciplina ordinaria in materia di contrasto al riciclaggio.

3.2. La vigilanza sulle tipologie di attività previste dal Regolamento e sulle relative imprese

Come anticipato, il Regolamento si propone di istituire un quadro di massima armonizzazione per la prestazione di servizi di *crowdfunding* a livello dell'Unione Europea.

La scelta iniziale di attribuire poteri accentrati all'ESMA⁴⁴ è stata, tuttavia, superata nel corso del procedimento legislativo. La versione definitiva del Regolamento conferisce infatti direttamente alle Autorità designate all'interno dei singoli Stati Membri il potere di autorizzare i fornitori di servizi di *crowdfunding* e di vigilarne l'operato. L'Autorità europea è coinvolta in modo limitato con riferimento ad attività di raccolta e pubblicazione di dati a tutela degli investitori.

Conformemente all'art. 29 del Regolamento, la designazione delle Autorità nazionali cui affidare i compiti previsti dal Regolamento medesimo è rimessa ai singoli Stati Membri. Questi ultimi, se lo ritengono opportuno, possono designare anche più di un'Autorità⁴⁵, stabilendo tuttavia in modo chiaro, in tal caso, i rispettivi ruoli. Per esigenze di semplificazione, l'art. 29 (2) del Regolamento richiede che debba essere comunque individuata una sola Autorità, tra quelle prescelte, per fungere da punto di contatto unico per la cooperazione amministrativa transfrontaliera (*i.e.* per le interlocuzioni con l'ESMA e con le Autorità nazionali competenti degli altri Stati Membri).

In relazione a quanto precede, si rammenta che la disciplina nazionale in materia di *crowdfunding* allo stato regola esclusivamente l'*investment-based crowdfunding*. Tale attività è oggetto di specifica riserva e di vigilanza (per i cc.dd. "gestori ordinari") da parte solo della Consob, mentre il *lending crowdfunding* (nei termini visti prima) non è in quanto tale soggetto a una licenza *ad hoc*.

La diversa impostazione del Regolamento introduce invece una disciplina, un *iter* autorizzativo e forme di vigilanza uniformi per le diverse tipologie di servizi, trattando unitariamente due filoni di attività ad oggi sostanzialmente privi di intersezioni a livello di vigilanza nazionale, consentendone altresì la prestazione da parte di una medesima impresa.

44. A tale scelta corrispondeva un diverso ambito di applicazione del Regolamento. La proposta originaria della Commissione faceva riferimento a "un regime europeo di *crowdfunding*" scelto dalle piattaforme solo "quando intendono esercitare un'attività transfrontaliera". Nelle intenzioni iniziali, detto regime avrebbe infatti lasciato "invariati i quadri nazionali in materia di *crowdfunding*".

45. In tal senso depongono tanto l'art. 2(1), let. r) del Regolamento, il quale definisce «autorità competente» "la o le autorità designate da uno Stato membro in conformità dell'articolo 29", nonché il secondo paragrafo dell'art. 29, che riconosce la possibilità che "gli Stati membri designino più autorità competenti".

A livello di ordinamento nazionale la proiezione di quanto precede dovrebbe tener conto dell'attuale riparto di competenze nel settore finanziario – che sul piano nazionale vede coinvolte, per quanto d'interesse, tanto la Banca d'Italia quanto la Consob⁴⁶ - e potrebbe in astratto svolgersi mediante (i) la valorizzazione del concetto d'investimento che pervade il Regolamento, in modo da inquadrare tutte tipologie di servizi di *crowdfunding* (anche *lending-based*) nell'ambito dei servizi dedicati all'investimento del risparmio; ovvero (ii) la distinzione tra la parte *lending* e la parte *investment*, connotando la prima – più in linea con la nostra tradizione giuridica – piuttosto in termini di attività di *financing*.

L'approccio *sub* (ii), potrebbe e anzi dovrebbe anche aprire a forme di collaborazione (anzitutto, *sub specie* di autorizzazione congiunta o d'intesa tra le Autorità) per la vigilanza sulle imprese che gestiscano entrambe le categorie di piattaforme, secondo modelli peraltro ampiamente collaudati. Quest'ultimo caso richiederebbe quanto meno di definire un protocollo di collaborazione tra le due Autorità per rendere efficienti i pertinenti scrutini senza aggravare in modo eccessivo gli oneri informativi e documentali in capo agli operatori.

Il sistema di vigilanza degli intermediari tradizionali che intendano cominciare a prestare anche servizi di *crowdfunding* dovrà naturalmente fare i conti con i poteri già attribuiti alle Autorità e con gli assetti di supervisione eventualmente connessi ad altre riserve di attività.

Sulla scorta delle considerazioni che precedono il legislatore italiano dovrà in definitiva condurre una valutazione innanzitutto sui seguenti aspetti:

- a) opportunità di mantenere due canali di vigilanza del tutto separati, rispettivamente affidati alla Banca d'Italia e alla Consob, in funzione della tipologia di servizi di *crowdfunding* tempo per tempo considerata o dei requisiti tempo per tempo oggetto di supervisione;
- b) opportunità di individuare una sola Autorità di vigilanza competente, a prescindere dalla tipologia di servizi di *crowdfunding* tempo per tempo considerata.

Da un rapido e del tutto preliminare confronto tra le due ipotesi, non v'è dubbio che la soluzione *sub* a), comporterebbe oneri di *compliance* (in senso lato) particolarmente significativi e perciò andrebbe adeguatamente calibrata quanto ai criteri-guida.

La riproposizione di un sistema di vigilanza "per finalità", infatti, rischia di risultare eccessivamente onerosa e non proporzionata alle dimensioni e alla complessità operativa degli operatori diversi dagli intermediari tradizionali (banche e SIM). D'altra parte, anche una vigilanza concorrente "per attività" (Banca d'Italia per il *lending* e Consob per l'*investment*) andrebbe attentamente considerata, al fine prioritario di assicurare l'uniformità negli approcci e nelle metodologie di controllo da parte dei due *Regulators*.

46. Le due Autorità sono tipicamente concessionarie di poteri di vigilanza inerenti a finalità diverse, che – in via di prima approssimazione – possono incardinarsi sul rispetto delle regole prudenziali, per quanto concerne la Banca d'Italia, e delle regole di condotta, per la Consob. La duplice natura dei servizi di *crowdfunding* è sottolineata dallo stesso legislatore europeo, il quale, valorizzando tanto il ruolo dell'ESMA quanto quello dell'EBA, prevede il coinvolgimento di entrambe le Autorità nell'elaborazione dei progetti di norme tecniche di regolamentazione connessi al Regolamento.

3.3. Il mercato secondario degli asset sottoscritti tramite i portali

Attualmente, in Italia, il regime applicabile al “mercato secondario” degli *asset* sottoscritti tramite servizi di *crowdfunding* dipende dalla tipologia di *asset* (prestiti o strumenti finanziari) oggetto di scambio. Il Regolamento, invece, come si vedrà *infra*, prevede l’applicazione dello stesso regime indipendentemente dal tipo di *asset* interessato, con conseguenze al momento poco chiare dal punto di vista sistematico.

I. Strumenti finanziari

La gestione di un sistema che consente l’interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari costituisce un’attività riservata ai soggetti abilitati alla prestazione del servizio di investimento di “gestione di sistemi organizzati di negoziazione”, ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione, a livello europeo⁴⁷ e, di conseguenza, a livello nazionale⁴⁸.

Per tale ragione, la disciplina italiana in materia di *investment crowdfunding* non consente alle piattaforme di creare un vero e proprio “mercato secondario” degli strumenti finanziari offerti, sul mercato primario (tramite portali di *crowdfunding*).

Tuttavia, al fine di incrementare la liquidità degli strumenti finanziari offerti tramite i portali, il Regolamento Consob ha recentemente aperto alla possibilità per le piattaforme (gestite dai cc.dd. “gestori ordinari”) di creare una bacheca elettronica per la pubblicazione delle manifestazioni di interesse alla compravendita di strumenti finanziari che siano stati oggetto di offerte concluse nell’ambito di una campagna di *crowdfunding*. Quanto ai limiti entro i quali il gestore può svolgere tale attività, l’approccio della Consob è stato particolarmente rigoroso. Nella relazione illustrativa degli esiti della consultazione delle modifiche al Regolamento Consob relative alla bacheca elettronica⁴⁹, l’Autorità ha infatti chiarito che il gestore della piattaforma non può avere nessun ruolo attivo in relazione alla messa in contatto di soggetti potenzialmente interessati alla compravendita di un titolo e, pertanto, non può, ad esempio, filtrare gli annunci visibili a seconda della tipologia dell’utente, predisporre moduli standard per i contratti, né esporre informazioni diverse da quelle ufficiali pubblicamente disponibili, incluso il prezzo di riferimento per lo strumento finanziario.

La bacheca elettronica, come disciplinata dal Regolamento Consob, non ricade in alcuna riserva di attività prevista dalla MiFID II perché priva del *proprium* del servizio di investimento di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione ovvero l’abbinamento, da parte del gestore, degli interessi di acquisto e di vendita; nel contesto della bacheca elettronica, infatti, sono direttamente gli investitori stessi a selezionare l’annuncio di vendita d’interesse (e viceversa).

47. Cfr. combinato disposto dell’art. 5 e dell’art. 4, par. 1(2), della MiFID II.

48. Cfr. combinato disposto dell’art. 1, comma 5(g), e dell’art. 18 del TUF.

49. Pubblicata in data 18 ottobre 2019.

Ciò detto, relativamente ai temi appena illustrati, la disciplina del Regolamento si presenta molto vicina a quella vigente ai sensi del Regolamento Consob⁵⁰. Il Regolamento infatti, non derogando sul punto alle riserve stabilite dalla MiFID II, permette alle piattaforme che non siano abilitate a prestare il servizio di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione di svolgere unicamente il servizio di “bacheca elettronica”.

In particolare, in maniera non dissimile dal Regolamento Consob, il Regolamento chiarisce che *“la bacheca elettronica, [...] non deve essere utilizzata per l’incontro di interessi di acquisto e di vendita mediante i protocolli o le procedure operative [...] in modo da dare luogo a contratti”*⁵¹.

D’altro canto, il Regolamento, a differenza del Regolamento Consob, riconosce la possibilità, per le piattaforme, di suggerire agli utenti un prezzo di riferimento per l’acquisto e la vendita dei titoli, purché non vincolante. Sul punto appare quanto mai opportuno un chiarimento a livello europeo (per esempio tramite apposite Q&A dell’ESMA) in merito alla concreta possibilità, per le piattaforme, di fornire servizi meramente “esecutivi” o “ancillari” (e.g. possibilità di concludere il contratto di compravendita per il tramite della piattaforma; utilizzo di *standard* contrattuali predisposti dal gestore della piattaforma, etc..) a favore di investitori che abbiamo deciso autonomamente – dunque, senza alcun *matching* automatico o filtro operato dal gestore – di porre in essere una operazione di “mercato secondario”, relativa all’acquisto/vendita di valori mobiliari o prestiti pubblicizzati sulla bacheca.

Infatti, una tale attività, meramente esecutiva ed ancillare rispetto alla autonoma formazione di volontà da parte degli investitori, (i) da un lato, sarebbe ben lungi dal potersi qualificare come “sistema di abbinamento multilaterale” degli ordini, vietato ai sensi del Regolamento e (ii) dall’altro, sarebbe di estrema utilità per l’effettivo sviluppo di un “mercato secondario”, in quanto è difficilmente ipotizzabile che, soprattutto in presenza di operazioni di importo modesto, gli investitori dedichino tempo e risorse per l’esecuzione dell’operazione fuori piattaforma.

Inoltre, il Regolamento non s’intrattiene particolarmente sulle questioni inerenti alle modalità di circolazione degli *asset* trattati sulle piattaforme: non è, infatti, introdotto un regime armonizzato per il trasferimento degli strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, e si fa salvo – in merito – il diritto nazionale⁵². A quest’ultimo proposito, l’Associazione auspica che siano valorizzati strumenti di semplificazione amministrativa e riduzione dei costi, anche prendendo in considerazione studi e proposte già oggetto di discussione tra gli operatori coinvolti circa la possibilità di estendere alle quote di s.r.l. oggetto di offerta sui portali di *crowdfunding* l’emissione e la circolazione in forma dematerializzata per il tramite dei depositari centrali, analogamente a quanto previsto per le azioni, modalità di circolazione nota al mercato i cui benefici

50. Fatta salva la previsione di specifiche regole di *disclosure*.

51. Cfr. Considerando n. 55.

52. Cfr. Considerando n. 14.

potrebbero risultare superiori al regime alternativo di intestazione previsto dal TUF, che si è dimostrato uno strumento di semplificazione amministrativa e di riduzione dei costi apprezzato dalla clientela. La dematerializzazione indirizzerebbe infatti alcuni limiti connaturati al regime alternativo, quali ad esempio l'impossibilità per l'investitore di trasferire le quote ad un altro investitore che non abbia il conto presso il medesimo intermediario o non si avvalga di tale regime, oltre a facilitare e standardizzare le modalità di esercizio dei diritti, tenuto conto delle esigenze tipiche della governance delle PMI quali la necessità di emettere categorie di quote fornite di diversi diritti, nonché il trasferimento delle quote derivante dall'esercizio di clausole statutarie tipiche della *governance* delle PMI ed in particolare delle start-up, oltre al diritto di recesso. L'obiettivo sarebbe non solo favorire l'entrata, ma anche l'uscita dal capitale sociale e la trasferibilità delle quote in occasione non solo dei vari round di investimento, ma durante tutto il ciclo di vita dell'azienda e di favorire, attraverso l'operatività del depositario centrale lo scambio effettivo di informazioni tra emittente e soci ed in particolare tra soci fondatori e minoranza.

II. Prestiti

Diversamente da quanto accade per l'*investment-based crowdfunding*, la gestione di un sistema che consente l'interazione tra interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a prestiti non sembra costituire una attività di per sé riservata a livello europeo.

Quanto al diritto nazionale, la gestione di un sistema con tali caratteristiche pare poter essere di per sé ricondotta alla intermediazione di finanziamenti, che – come osservato nel par. 3.1 – costituisce attività riservata solo nella misura in cui ricada nella nozione di mediazione creditizia (ovvero quando il soggetto finanziatore – ovvero colui che acquista il prestito – è una banca o un intermediario finanziario)⁵³.

In questo senso, le piattaforme che agevolino la compravendita di crediti sono, attualmente, soggette alle medesime regole cui sono sottoposte le piattaforme che agevolano l'erogazione di prestiti direttamente nei confronti del finanziato (su cui si veda il par. 3.1). Pertanto, attualmente, in Italia, le piattaforme di *lending-based crowdfunding* possono optare (e talune hanno effettivamente optato) per un modello di *business* ibrido, in cui l'attività di intermediazione riguarda sia l'erogazione di prestiti, sia la cessione di crediti, sorti grazie all'attività di intermediazione della piattaforma o al di fuori della stessa.

In questo contesto, il Regolamento sembra introdurre un elemento di novità, dai contorni tuttavia incerti.

53. Giova evidenziare che la disciplina nazionale qualifica l'acquisto di crediti a titolo oneroso come una forma di finanziamento e, in linea generale equipara tale attività alla concessione di prestiti sotto il profilo della regolamentazione applicabile.

Il Regolamento, infatti, pur in assenza di una specifica riserva di attività a livello europeo, restringe la possibilità delle piattaforme di intermediare la compravendita di prestiti, perlomeno quando essi sono sorti tramite la piattaforma stessa. In particolare, tale attività è sottoposta alla medesima disciplina prevista per gli altri *asset* che possono essere oggetto di offerte di *crowdfunding* ai sensi del Regolamento, che limita il ruolo della piattaforma a mera “vetrina” per annunci di vendita e acquisto ed esclude la possibilità di agevolare la stipula del contratto tra le parti.

L'estensione dei limiti operativi previsti per la bacheca elettronica anche alla cessione dei crediti appare in un certo senso sovrabbondante e non ne è chiara l'origine sul piano sistematico, non essendovi – a differenza che per gli strumenti finanziari – un'area riservata dalla legge a particolari operatori.

Questa scelta sembra, altresì, determinare una incongruenza sul piano sistematico.

Nel caso dei valori mobiliari, infatti, il Regolamento ammette che le piattaforme che siano anche autorizzate alla gestione di sistemi multilaterali di negoziazione possano creare un sistema interno di abbinamento degli interessi di vendita e acquisto su base multilaterale, volto a consentire la stipula di un contratto tra le parti.

Nel caso dei prestiti, invece, non è espressamente individuato alcun soggetto che – in possesso di diverso tipo di autorizzazione – sia in grado di creare un vero e proprio “mercato secondario” dei finanziamenti erogati per il tramite di piattaforme. Non sembra, tuttavia, ragionevole che il Regolamento intenda precludere *tout court* lo svolgimento di tale attività, che – come detto – non risulta oggetto di riserva a livello comunitario.

In questo senso, appare dunque necessario che, in sede di attuazione del Regolamento, intervenga un chiarimento da parte del legislatore italiano, che indichi lo specifico ambito di applicazione e come essa deve essere interpretata nel contesto dell'ordinamento nazionale.

3.4. Considerazioni in merito al regime fiscale del *lending-based crowdfunding*

I. Il regime fiscale dei proventi conseguiti mediante il *lending-based crowdfunding*

Come regola generale, i proventi derivanti da finanziamenti conseguiti da persone fisiche residenti al di fuori dell'attività di impresa – fatta salva l'applicazione della ritenuta a titolo d'acconto del 26% - concorrono integralmente alla formazione della relativa base imponibile e sono quindi tassati secondo le ordinarie aliquote progressive dell'Imposta sui Redditi delle Persone Fisiche (IRPEF).

Con l'esplicito fine di favorire i soggetti operanti nel settore del Fintech, la Legge n. 205 del 27 dicembre 2017 (c.d. "**Legge di Bilancio 2018**") ha introdotto, in deroga al menzionato regime, un'agevolazione per i proventi da finanziamenti erogati mediante piattaforme di *lending-based crowdfunding*. Al ricorrere di taluni requisiti, il trattamento fiscale applicabile a detti proventi viene infatti equiparato a quello dei tradizionali impieghi finanziari, soggetti, come noto, ad un'imposizione sostitutiva del 26%⁵⁴.

In particolare, rileviamo che la Legge di Bilancio 2018:

- (i) ha introdotto una specifica categoria di redditi di capitale costituita da *"i proventi derivanti da prestiti erogati per il tramite di piattaforme di prestiti per soggetti finanziatori non professionali (piattaforme di Peer to Peer Lending) gestite da società iscritte all'albo degli intermediari finanziari di cui all'articolo 106 del testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia [...] o da istituti di pagamento rientranti nell'ambito di applicazione dell'articolo 114 del medesimo testo unico di cui al decreto legislativo n. 385 del 1993, autorizzati dalla Banca d'Italia"*⁵⁵; e
- (ii) ha previsto che i gestori operino una ritenuta alla fonte a titolo di imposta sui redditi di capitale corrisposti a persone fisiche con l'aliquota agevolata del 26%.

In base alla lettera delle citate disposizioni normative, l'accesso all'agevolazione in esame è dunque subordinato al fatto che: (a) l'investitore sia una persona fisica e (b) il finanziamento sia stato erogato tramite una piattaforma di *lending crowdfunding* gestita da istituti di pagamento o intermediari finanziari iscritti all'albo di cui all'art. 106 del TUB.

54. Nello studio di Banca d'Italia di dicembre 2017 rubricato "*Fintech in Italia. Indagine conoscitiva sull'adozione delle innovazioni tecnologiche applicate ai servizi finanziari*" veniva infatti evidenziato come una delle barriere allo sviluppo di tale industria fosse da individuarsi proprio nell'assenza di incentivi fiscali che possano rendere tale tipologia di investimenti competitiva rispetto ai tradizionali impieghi di natura finanziaria. Nel medesimo senso, cfr. anche Circolare informativa n. 2/2018 del 25 gennaio 2018 del Consorzio SRF del Gruppo Intesa Sanpaolo.

55. Cfr. l'art. 1, comma 43, che ha modificato l'art. 44, comma 1, lettera d-bis) del D.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917 (il Testo Unico delle Imposte sui Redditi, "**TUIR**").

Di talché, gli investitori che erogano finanziamenti tramite piattaforme di *lending-crowdfunding* gestite da soggetti non regolati o da soggetti regolati aventi sede in un altro Stato comunitario sono esclusi dalla possibilità di accedere ai menzionati benefici fiscali. L'Agenzia delle entrate ha confermato che i proventi derivanti da finanziamenti erogati tramite piattaforme gestite da istituti di pagamento esteri o da agenti di un istituto di pagamento estero concorrono, secondo la regola generale, a formare la base imponibile degli investitori persone fisiche e sono per l'effetto assoggettati alle ordinarie aliquote progressive IRPEF⁵⁶.

Sotto altro profilo, sempre in considerazione del tenore letterale delle norme in esame, l'Autorità ha altresì chiarito che il regime di favore trova applicazione soltanto nei confronti di persone fisiche non imprenditori (fiscalmente residenti in Italia e non) e non anche nei confronti di altri soggetti – quali società semplici, enti commerciali e società non residenti – per cui i proventi in esame costituiscono redditi di capitale.

Ciò posto, occorre evidenziare che le piattaforme italiane e comunitarie attualmente attive in Italia operano prevalentemente come agenti di un istituto di pagamento o di moneta elettronica o come soggetti non regolamentati, non potendo così gli investitori – nella vasta maggioranza dei casi – beneficiare dell'agevolazione fiscale prevista dall'ordinamento, frustrandone l'obiettivo di favorire lo sviluppo del *lending crowdfunding* in Italia.

Dette limitazioni esplicano i propri effetti anche con riferimento alla normativa agevolativa introdotta dall'art. 136 del decreto legge 19 maggio 2020, n. 34 (c.d. "**Decreto Rilancio**") che, al ricorrere di certe condizioni, prevede per le persone fisiche non imprenditori un regime di non imponibilità in relazione ai redditi di capitale e ai redditi diversi di natura finanziaria derivanti da taluni investimenti "qualificati", tra cui la concessione di prestiti e l'acquisizione dei crediti delle imprese, inclusi in c.d. piani di risparmio a lungo termine alternativi (c.d. "**PIR Alternativi**").

A tal proposito, occorre difatti evidenziare come il regime agevolativo previsto per i PIR Alternativi si applichi solo con riferimento a quegli investimenti (inclusi nei PIR) i cui redditi siano assoggettati ordinariamente a tassazione definitiva nei confronti di persone fisiche tramite ritenuta a titolo d'imposta o imposta sostitutiva. Tra questi, rientrerebbero le concessioni di finanziamenti effettuate mediante piattaforme di *lending-based crowdfunding* a condizione che i relativi redditi si qualificano quali redditi di capitale ai sensi del TUIR, e siano quindi soggetti alla ritenuta a titolo di imposta introdotta dalla Legge di Bilancio 2018.

Alla luce di quanto precede, l'Associazione auspica che possa essere valutata l'introduzione di una serie di modifiche normative (cfr. successiva sezione 3.4(II)).

56. Cfr. Risposta n. 168 e Risposta n. 169 del 9 giugno 2020 e Risoluzione n. 52/E del 14 settembre 2020.

II. Auspicabili modifiche normative nell'ottica dell'entrata in vigore del Regolamento

Alla luce del quadro normativo sopra illustrato, la maggior parte dei finanziamenti erogati mediante piattaforme di *lending-crowdfunding*, non costituisce ad oggi un'alternativa di investimento fiscalmente efficiente. In assenza di extra-rendimenti, infatti, l'investitore sarebbe portato a preferire altre tipologie di investimenti di natura finanziaria che possono godere del più favorevole regime di imposizione sostitutiva con aliquota del 26%.

L'Associazione auspica che, in occasione della prossima entrata in vigore del Regolamento, il legislatore valuti una revisione complessiva del regime fiscale applicabile ai proventi derivanti da finanziamenti erogati tramite piattaforme, domestiche o comunitarie, che siano autorizzate ai sensi del Regolamento, ricomprendendoli nell'ambito di applicazione delle norme agevolative già richiamate.

In linea con i principi generali del sistema tributario, l'ambito soggettivo di applicazione dell'agevolazione in parola dovrebbe essere esteso anche ai proventi conseguiti da società semplici residenti, quantomeno nella misura in cui tali proventi siano imputabili a soci persone fisiche⁵⁷. Anche per le società semplici residenti possono difatti porsi i medesimi temi di disincentivazione fiscale sopra descritti.

A supporto di quanto detto, si segnala altresì che l'obiettivo di massima armonizzazione sotteso al Regolamento mal si concilia con un'eventuale disparità di trattamento tra soggetti aventi sede in Italia e in un altro Stato UE - legittimati ad operare in Italia in virtù dell'attivazione del "passaporto".

Tenuto conto che il Regolamento considera il *lending-crowdfunding* come strumento per raccogliere investimenti alternativi all'acquisto di *securities*, avvicinando la relativa disciplina a quella dell'*investment-crowdfunding* l'Associazione auspica altresì che possa essere prevista un'equiparazione anche del trattamento fiscale delle due forme di investimento.

57. Una tale estensione non sarebbe invece necessaria con riferimento agli enti non commerciali residenti posto che per essi la mancata applicazione della ritenuta in esame si tradurrebbe, ad oggi, in un beneficio fiscale pari almeno alla differenza tra l'aliquota di detta ritenuta (pari oggi al 26%) e l'aliquota IRES (pari oggi al 24%). Analoghe considerazioni possono essere svolte con riferimento alle società non residenti prive di stabile organizzazione in Italia. Per tali soggetti, infatti - in ragione della qualifica di sostituti di imposta dei potenziali soggetti finanziati - troverebbe in ogni caso applicazione la ritenuta a titolo di imposta del 26% già prevista dall'art. 26, comma 5, D.P.R. n. 600/1973, eventualmente ridotta per effetto delle convenzioni contro le doppie imposizioni, ove applicabili.

Una revisione normativa potrebbe consentire di risolvere anche ulteriori tematiche applicative nel tempo evidenziate dagli operatori del settore relativamente all'agevolazione in parola. A mero titolo esemplificativo, il legislatore dovrebbe *inter alia* confermare che i proventi conseguiti da finanziamenti erogati per il tramite di piattaforme di *lending-based crowdfunding*:

- (i) debbano essere considerati di fonte italiana o estera, in funzione dei soggetti indirettamente finanziati, individuando gli obblighi documentali e probatori a tali fini necessari sia in capo ai contribuenti, sia in capo ai gestori residenti delle piattaforme; e
- (ii) conseguiti direttamente all'estero da soggetti fiscalmente in Italia possano essere *ex art. 18, TUIR*, dall'investitore residente: (a) assoggetti ad imposizione sostitutiva del 26% in sede di presentazione della propria dichiarazione dei redditi; oppure (b) ove conveniente, fatti concorrere integralmente alla formazione della base imponibile IRPEF scomputando l'eventuale credito di imposta sulle imposte assolte all'estero.

Per effetto di tali auspiccate modifiche, sarebbero inoltre risolte, senza necessità di ulteriori interventi normativi, le criticità sopra evidenziate in merito alla possibilità di includere nei PIR Alternativi anche i crediti derivanti da finanziamenti concessi mediante le piattaforme. Detti crediti risulterebbero infatti a tali fini "qualificati", posto che i proventi da essi derivanti sarebbero soggetti alla ritenuta a titolo di imposta di cui alla Legge di Bilancio 2018.

4. CONCLUSIONI

L'introduzione di una disciplina armonizzata, a livello europeo, per la prestazione di servizi di *crowdfunding* rappresenta un passo fondamentale per lo sviluppo del mercato e si pone come soluzione idonea a facilitare la crescita degli operatori già attivi e ad incentivare, nel contempo, gli investimenti nel settore, con il fine ultimo di convogliare sempre nuova finanza verso le imprese, specie se di piccola e media dimensione.

Affinché tali obiettivi possano essere adeguatamente recepiti e perseguiti al meglio anche sul piano nazionale restano tuttavia alcuni punti aperti.

Un primo - e forse il più importante - aspetto riguarda il soggetto (o i soggetti) cui sarà demandata la vigilanza sulle diverse tipologie di attività previste e sulle relative imprese; ciò anche tenuto conto della possibilità, per uno stesso fornitore, di offrire contestualmente, ai sensi del Regolamento, servizi di *investment-* e *lending-based crowdfunding*.

Indipendentemente dalla specifica soluzione che si intenderà adottare, l'Associazione ritiene importante che i nuovi assetti di supervisione siano commisurati alle dimensioni e alla complessità operativa degli operatori e che il legislatore e le Autorità tengano conto dell'esigenza di contenimento degli oneri di *compliance* e della necessità di assicurare l'uniformità degli approcci e delle metodologie di vigilanza.

In un'ottica di semplificazione, chiarezza ed efficienza complessiva del sistema appare inoltre opportuno un intervento volto a precisare l'impatto del nuovo Regolamento sul perimetro delle riserve di attività attualmente previste dall'ordinamento italiano, in punto di mediazione creditizia, *in primis*.

Un'analoga azione di coordinamento dovrà auspicabilmente intervenire con riferimento al recepimento del novero di nuovi requisiti e regole di condotta introdotto dal Regolamento. Per entrambe le tipologie di servizi di *crowdfunding* (*lending-* o *investment-based*) andrebbe chiarito, in particolare, il rapporto tra alcune delle nuove previsioni e gli adempimenti previsti dall'ordinamento nazionale anche nell'ambito di altri *corpus* normativi (MiFID II e Codice del Consumo, soprattutto).

In considerazione dell'ampia portata degli investimenti e adeguamenti operativi e di *business* che le piattaforme di *crowdfunding* già attive dovranno implementare, l'Associazione ritiene inoltre che le tempistiche entro cui verranno definiti i predetti interventi di coordinamento, nonché le modalità di autorizzazione - eventualmente in forma semplificata - degli operatori, rappresentino un fattore cruciale. La possibilità di adeguarsi al Regolamento con congruo anticipo, infatti, consentirebbe di salvaguardare la competitività dei soggetti italiani rispetto a quelli europei, nel contesto del mercato comune introdotto con il Regolamento.

L'estensione dei fenomeni di operatività *cross-border*, sempre in ottica di competitività e appetibilità dei servizi di *crowdfunding* nazionali, rende stringente anche una revisione complessiva del regime fiscale applicabile ai proventi derivanti da finanziamenti erogati tramite piattaforme, domestiche o comunitarie, che siano autorizzate ai sensi del Regolamento, ricomprendendoli eventualmente nell'ambito di applicazione delle norme agevolative già applicabili a parte dei servizi medesimi.

Alcuni punti specifici - sebbene riferiti a profili apparentemente di dettaglio, quali la disciplina in materia di conflitti di interessi, i limiti agli investimenti indiretti o la disciplina delle attività di facilitazione dello scambio di prestiti e valori mobiliari che le piattaforme possono svolgere - potrebbero inoltre avere un impatto complessivo rilevante sull'operatività dei fornitori di servizi di *crowdfunding*, esistenti o di nuova istituzione. L'Associazione auspica che in sede di attuazione del Regolamento si tenga conto di tutte queste implicazioni.

Un ringraziamento per il contributo in particolare a Francesca Bartoli, Vice President Epic SIM e a tutte le aziende che hanno partecipato ai lavori: BacktoWork24, Doorway, October, Walliance.

CONTATTI


ITALIAFINTECH


ItaliaFintech è l'associazione italiana dei principali imprenditori nel settore Fintech. Nata con lo scopo di promuovere la conoscenza e l'adozione delle soluzioni fintech da parte di consumatori, famiglie e imprese e che riunisce le principali realtà italiane operanti nel settore. ItaliaFintech è inoltre parte di EDFA – European Digital Finance Association.

L'associazione intende rappresentare un punto di riferimento e di dialogo per le istituzioni ed i regolatori, e mantenere sempre vivo il confronto con altre aziende e associazioni anche a livello internazionale, per facilitare la crescita e lo sviluppo di una cultura dell'innovazione nei servizi finanziari

ANDREA CROVETTO


Presidente ItaliaFintech
Co-Founder & CEO, Epic

 +39 02 8425 8451

 andrea@italiafintech.org

CAMILLA CIONINI VISANI


Direttrice Generale ItaliaFintech


 +39 348 400 8363

 camilla@italiafintech.org

CHIARA MANODRITTO

Community,
Communication & Event Officer ItaliaFintech

 +39 339 598 5213

 chiara.manodritto@italiafintech.org

CHIOMENTI


Lo Studio Chiomenti, fondato nel 1948, ha da sempre costituito un punto di riferimento sul mercato assistendo i più rilevanti gruppi industriali e finanziari nazionali e internazionali. Lo Studio ha mantenuto negli anni la propria leadership di mercato grazie alla discrezione e riservatezza dei propri professionisti, insieme ad una passione per il diritto ed una preparazione e visione di respiro internazionale.


Sin dagli anni della sua fondazione, lo Studio offre la propria assistenza legale ai principali operatori internazionali che guardano alle opportunità di investimento dall'Italia e agli operatori nazionali che sviluppano la propria attività sui mercati nazionali ed esteri.

Lo Studio Chiomenti è oggi composto da oltre 350 professionisti che operano in team integrati, motivati dall'obiettivo di fornire alla clientela un'assistenza multidisciplinare completa e personalizzata, garantendo sempre i migliori standard qualitativi.

ALESSANDRO PORTOLANO


Partner – Chiomenti
Dipartimento Finance and Regulated Entities

 +39 02 7215 7635

 alessandro.portolano@chiomenti.net

FELICE AZZOLLINI

Managing Counsel – Chiomenti
Dipartimento Finance and Regulated Entities

 +39 02 7215 7884

 felice.azzollini@chiomenti.net

ITALIAFINTECH

Corso Matteotti 1 - 20121 Milano

www.italiafintech.org

CHIOMENTI

Via Giuseppe Verdi 2 - 20121, Milano

www.chiomenti.net