

*PREMESSE INTRODUTTIVE: INQUADRAMENTO E AMBITO DI APPLICAZIONE*

Alla luce della crisi che ha colpito la nostra economia in questi ultimi anni, il mercato ha iniziato a valutare la possibilità di concedere ai privati la possibilità di investire direttamente in capo ad imprese e strutture di ricerca che mirino a miglioramenti nel settore tecnologico.<sup>1</sup>

In definitiva, quindi, piuttosto che acquistare un pacchetto azionario e/o obbligazionario che finanzia genericamente un'impresa, si prevede per le società la creazione di un progetto di studio / ricerca in campo di innovazione tecnologica, pubblicizzato tramite gestionali autorizzati su *internet*, per la cui concretizzazione il pubblico (“*crowd*”) versa quote di denaro (“*funding*”) da cui ricavarci un piccolo vantaggio.

Tale possibilità, denominata “*crowdfunding*”, non apparirà certo del tutto originale al pubblico che utilizza abitualmente la Rete.

Spesso numerosi autori o artisti indipendenti, dotati di inventiva ed idee ma non di contante per porre in essere le proprie proposte, hanno fatto ricorso a tali iniziative; stesso concetto è stato seguito da molti creatori di videogiochi i quali, rilasciata una versione beta del proprio prodotto, a fronte del saldo di una quota da parte dei singoli utenti, si impegnano a migliorare il prodotto o, addirittura, nell'eventualità di raggiungimento di una somma stabilita, metterlo sul mercato.

Tali esempi, pur indicativi, sono solo simbolici e non racchiudono integralmente il vastissimo campo di applicazione della “*crowdfunding*”.

Secondo la dottrina esistono ben quattro tipi di raccolta fondi<sup>2</sup>:

1. “*donation-model*”, con il precipuo intento di finanziare iniziative senza scopo di lucro senza diritto ad alcun rimborso;
2. “*reward-model*”, in cui c'è un piccolo guadagno ma l'investimento mira comunque ad uno scopo “benefico”;

---

<sup>1</sup> Rosaria Amato, “*Crowdfunding, in Italia 54 piattaforme: progetti finanziari per 30 milioni di euro*”, in quotidiano “La Repubblica”, articolo del 15.05.2014, che così informa “*Se infatti ancora nell'ottobre 2013 esistevano 27 piattaforme attive e 14 in fase di lancio, ad aprile 2014, a distanza di soli sette mesi, sono arrivate a 41 attive e 13 in fase di lancio, con un aumento del 30 per cento*”

<sup>2</sup> Paola Alvisi, “*Equity crowdfunding: uno sguardo comparatistico*”, in *Riv. dir. banc.*, dirittobancario.it, 10, 2014

3. “*pre-purchase model*”, modello commerciale in cui il finanziatore, in cambio del corrispettivo, ottiene un trattamento di favore per usufruire di futuri servizi;
4. “*equity-model*”, che a fronte dell’investimento comporta l’immediata acquisizione di una partecipazione nel capitale della società.

I modelli, pur con scopi ultimi difforni fra loro, vengono disciplinati con la medesima legislazione.

Naturalmente, pur riprendendo tale idea, sarebbe improponibile per una società attendere un lasso di tempo indefinito ed auspicare di raggiungere il risultato economico indicato all’origine.

Le società private, infatti, necessitano, piuttosto, di piccole quote costanti che permettano la prosecuzione dell’attività scelta per un lasso di tempo che potrebbe raggiungere i decenni.

Un ulteriore rischio alla base di tali proposte, altresì, è che, dietro alla facciata di una società e/o ente ufficialmente interessato ad un progetto, si celi in realtà una truffa.

Per evitare le problematiche sopra evidenziate e, d’altro canto, essendo pieno interesse degli stati consentire una maggior quota di investimenti espressamente indirizzati alla ricerca ed allo studio di tecnologie, si stanno sviluppando legislazioni che consentano tali investimenti fornendo regole chiare e sicure.

L’Italia in tale materia si colloca all’avanguardia avendo già disposto una legislazione innovativa e chiara sin dal regolamento Consob 26.06.2013 (in G.U. 12.07.2013, c.d. “*reg. Crowdfunding*”) che, demandato in ciò da apposita delega inserita nel Decreto Crescita 2.0<sup>3</sup>, disciplina tali investimenti a favore delle c.d. “*start up*”.

Con quest’ultimo termine si indicano società di capitali di diritto italiano oppure una società europea<sup>4</sup>, che sia residente in Italia.

Oltre a ciò, a tali società si richiedono i seguenti requisiti<sup>5</sup>:

---

<sup>3</sup> D.L. n. 179/2012, convertito con modificazioni nella L. n. 221/2012

<sup>4</sup> Cioè costituita ai sensi del Reg. UE n. 2157 dell’8.10.2001

<sup>5</sup> Vedasi Alessandro Maria Lerro, “*Equity Crowdfunding: il regolamento in Gazzetta*”, rivista telematica “Altalex”, articolo del 07.05.2014

- costituzione da non più di 48 mesi;
- sede principale in Italia;
- valore della produzione inferiore a 5 milioni di euro per anno;
- non deve aver mai distribuito e non deve distribuire utili;
- l’oggetto sociale deve riguardare lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico;
- la società non deve risultare da una fusione, da una scissione o dalla cessione di azienda o ramo d’azienda.

La scelta del legislatore, quindi, tende a favorire società medio – piccole che mirino espressamente al mercato tecnologico, sempre strategico in un mondo globalizzato e concorrenziale come il nostro.

Le *start up* devono essere iscritte in un apposito registro tenuto dal Ministero dell’Economia e, sempre secondo il regolamento, devono rispondere ad almeno uno dei tre ulteriori requisiti:

1. spese in ricerca / sviluppo almeno pari al 15% “*del maggiore tra il costo e il valore totale della produzione*”;
2. almeno un terzo dei dipendenti o collaboratori devono aver conseguito o avere in corso un dottorato di ricerca, o essere laureati con almeno tre anni di attività di ricerca certificata, svolta presso istituti di ricerca; oppure almeno due terzi della forza lavoro deve essere in possesso di laurea magistrale ai sensi dell’art. 3 del D.M. 22.10.2004 n. 270;
3. titolarità o licenza di almeno una privativa per invenzione industriale, o per topografie di prodotti a semiconduttori, o di una invenzione biotecnologica o relativa ad una nuova varietà vegetale, oppure di un programma per elaboratore originario, depositato presso l’apposito Registro.

Tali operazioni di investimento, quindi, avvengono totalmente via *web* e, come sopra meglio anticipato, consentono a piccoli investitori non professionali (ma non necessariamente persone fisiche intese come “consumatori”) di finanziare il progetto impiegando piccole quote.

**STUDIO LEGALE POLATO**  
30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7  
Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53  
31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2  
Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98  
studiolegalepolato@tiscali.it  
www.banca-borsa.it

Si precisa che, oltre ai consumatori non professionali, è possibile che sussista il c.d. aderente / investitore “*sponsor*”.

Infatti l'art. 24 c. 2 del Regolamento prevede che si possa riservare agli investitori professionali, agli incubatori certificati e alle fondazioni bancarie una soglia pari almeno al 5% degli strumenti finanziari offerti al pubblico<sup>6</sup>.

Appare evidente che lo scopo sia, in prima battuta, quello di consentire un finanziamento non limitato a quello dei singoli “piccoli” privati sia, in seconda battuta, invogliare questi ultimi all’investimento tramite il c.d. “effetto traino”.

La quota del 5% fa riferimento alla quota totale ottenuta e può essere raccolta in vari portali come informa la stessa Consob, con pubblicazione del 12.07.2013, analizzate le osservazioni delle associazioni di categoria interrogate sulla validità del regolamento “*Crowdfunding*” e su eventuali punti critici, specifica: “*Nel caso di offerte promosse su più portali, l’interlocuzione fra i diversi gestori consentirà di verificare il rispetto della quota minima del 5% da sottoscrivere da parte di investitori professionali, mentre il rispetto di tale soglia nelle offerte, che non definiscano un ammontare massimo, andrà verificato con riferimento alla somma totale raccolta nel momento di conclusione dell’offerta*”.

#### ***INTERMEDIARI AUTORIZZATI E REGISTRO DELLE PIATTAFORME VIA WEB***

Come si ricava dall’analisi del reg. “*Crowdfunding*”, il legislatore ha previsto che gli investimenti avvengano esclusivamente via *web*.

Posto questo inciso, occorre comprendere come abbia legiferato in materia e quali precauzioni abbia previsto per evitare intenti truffaldini.

Dapprima, leggendo gli artt. 4 – 12 del regolamento, l’investitore opera tramite ordini di investimento inoltrati a gestori di piattaforme *web* espressamente catalogate ed autorizzate dal

---

<sup>6</sup> Claudio D’Auria, “*Crowdfunding: social lending e profili di regolamentazione prudenziale*”, in *Riv. dir. banc., dirittobancario.it*, marzo 2014

Ministero dell’Economia<sup>7</sup>: queste piattaforme possono essere gestite da istituti bancari e/o da SIM<sup>8</sup> iscritti a semplice richiesta in un registro speciale oppure, addirittura, da privati che a loro volta siano iscritti in un registro (ulteriore e diverso) a condizione che abbiano superato i controlli di affidabilità ed onorabilità<sup>9</sup>.

In definitiva, quindi, per gli istituti di credito / SIM sorge una presunzione di affidabilità in virtù della loro capacità professionale che, invece, per i gestori privati (non bancari) va accertata dagli organi di vigilanza, cioè la Consob.

Quest’ultima cura l’analisi dei requisiti richiesti valutando l’affidabilità e la composizione sociale ed amministrativa del gestore e decidendo se ammettere o rigettare l’iscrizione entro sessanta giorni dall’inizio delle informazioni richieste<sup>10</sup>.

La perdita dei requisiti sopra richiesti in data successiva alla concessione dell’autorizzazione ad operare sul mercato comporta, naturalmente, la cancellazione dal registro, pur con la possibilità di una “riabilitazione” nell’eventualità si sia rientrati in possesso degli stessi<sup>11</sup>.

Tutti i gestori hanno obblighi di correttezza e diligenza, debitamente previsti negli artt. 12 – 18 del Reg.

In particolare:

1. obblighi generali di diligenza e correttezza (art. 13);
2. informazioni sul gestore stesso e sulla composizione interna (art. 14);
3. informazioni sulla singola *start up* pubblicizzata (art. 15);
4. informazioni sulle singole offerte e sulle comunicazioni allegate (art. 16);
5. spiegazioni sulle modalità di gestione degli ordini (art.17);

---

<sup>7</sup> Artt. 4 ss. delibera Consob n. 18592 datata 26.06.2013 (in G.U. 12.07.2013)

<sup>8</sup> Le SIM e gli istituti che intendono operare tramite portali *on-line* non hanno l’obbligo di registrazione all’indicato registro ma di mera comunicazione alla Consob, la quale procederà all’iscrizione nella sezione speciale a loro riservata *ex art. 4 c. 2.*

<sup>9</sup> Artt. 8 – 12 delibera Consob

<sup>10</sup> Art. 7 reg.

<sup>11</sup> Art. 12 reg.

6. individuazione fonti di rischio negli investimenti (art. 18).

Tali incumbenti sono sempre dovuti e assicurano un’informazione di base all’investitore.

Il portale gestito dai soggetti iscritti nei registri, quindi, deve comunque mettere a disposizione dell’investitore una “base” di informazioni ritenute doverose e vitali per acquisire una adeguata conoscenza dell’investimento (c.d. *equity crowdfunding*).

Da quanto esposto, quindi, i punti basilari che l’investitore deve conoscere sono <sup>12</sup>:

1. l’investitore deve prendere conoscenza sul portale dove opera;
2. valutazione investimento e rischi collegati;
3. valutazione della congruità ed effettiva economicità per le singole offerte (informativa generale *start-up* innovativa, banche o SIM presso cui è stato acceso il c/c, eventuali diritti del cliente).

Si rileva una particolarità: l’art. 50 *quinquies* c. 2 TUF esclude che ai gestori privati si applichino le disposizioni rubricate “*Svolgimento dei servizi e delle attività*” e “*Promozione e collocamento a distanza*” a differenza delle banche e delle SIM, sempre tenute al rispetto del *corpus* normativo integrale<sup>13</sup>.

Solo a questo punto, conscio della situazione, potrà procedere agli investimenti.

***RAPPORTO FRA IL CLIENTE, IL GESTORE DEL PORTALE, L’ISTITUTO DI CREDITO / FORMA DEL C.D. “CONTRATTO – QUADRO” NEL RAPPORTO CONTRATTUALE SORTO***

Fatte tali premesse, occorre quindi ribadire un concetto che non deve mai essere tralasciato. Nonostante si parli di somme in genere limitate e di piccoli investimenti di quote su progetti a medio – breve termine, comunque l’investitore opera sul mercato mobiliare e, come tale, vi sono chiare regole che si ricavano sia dalla disciplina del “regolamento *Crowdfunding*” che dal T.U.F. che norma la materia<sup>14</sup>.

---

<sup>12</sup> Claudio D’Auria, *op. cit.*

<sup>13</sup> Comunicazione CONSOB n. 66128 del 01.08.2013

<sup>14</sup> Si rammenti il T.U.F. (Testo Unico Finanziario) disciplinato nel D.Lgs 58 del 24.02.1998, la direttiva c.d. Mifid del 2007 etc.

In merito alla forma del c.d. “contratto – quadro”, cioè il contratto di apertura e di regolazione del rapporto di investimento, è sorto il dubbio se esso debba essere redatto in forma scritta, come previsto espressamente dall’art. 23 T.U.F. oppure basti una forma alternativa e difforme (es. mera comunicazione scritta via *mail*).

Da quanto appare dalla disciplina analizzata, in considerazione della specifica esenzione stabilita dall’art. 50-*quinquies* c. 2 T.U.F., il contratto quadro tra cliente e gestore del portale di “*equity crowdfunding*” non è soggetto all’obbligo di forma scritta previsto dall’art. 23 TUF e dall’art. 37 del Regolamento Intermediari.

Una considerazione preliminare prima di riprendere l’analisi della forma del contratto - quadro: il contratto intercorre fra il cliente e il gestore del portale e non con l’istituto di credito che appare terzo.

Secondo le regole previste, infatti, il gestore tratta direttamente con il cliente ed, una volta ottenute le somme, le gira ad un istituto di credito ove risulta acceso un conto corrente intestato alla *start up* e collegato al singolo progetto.

Se ciò appare evidente nel caso di portale gestito da un privato o da una SIM, qualche dubbio si potrebbe porre nell’eventualità il portale sia gestito direttamente da un istituto di credito che, in questo modo, parrebbe “sdoppiarsi” in “istituto – gestore del portale” ed “istituto depositante”.

Se da un lato questa scelta risponde all’idea di “velocizzare” e “semplificare” gli oneri imposti dalla legge per poter operare sul mercato mobiliare, l’assunto scelto dal legislatore appare francamente non condivisibile e con profili di pericolosità per l’investitore.

Sotto un primo profilo non appare del tutto chiarito se il cliente – investitore possa un domani rifarsi in corso di contenzioso contro l’istituto di credito.

Di principio, vedendo come nel caso dei gestori privati sussistano due rapporti collegati ma fra loro autonomi, il cliente parrebbe impossibilitato a portare in giudizio anche l’istituto di credito che si limiterebbe a figurare come mero depositario della somma, lasciando come unico responsabile il gestore del portale.

**STUDIO LEGALE POLATO**

30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7

Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53

31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2

Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98

[studiolegalepolato@tiscali.it](mailto:studiolegalepolato@tiscali.it)

[www.banca-borsa.it](http://www.banca-borsa.it)

In genere infatti, negli investimenti mobiliari “classici”, è l’istituto che si cura dell’acquisto mobiliare e gestisce il deposito dei titoli e delle somme incassate.

Nel caso di specie, invece, la vicenda appare difforme: il portale non trattiene le somme in deposito (ma ciò non sempre, come si vedrà meglio).

Come detto, questi, infatti, funge esclusivamente da intermediario.

Ciò vale oltre ogni dubbio per il portale “non bancario” (o privato) ed, infatti, il rapporto contrattuale che può essere ricavato è chiaramente duplice: a) cliente – gestore portale, b) gestore portale – banca.

Come accennato il rapporto b) è inquadrabile come contratto a favore di terzo: il gestore, ricevute le somme, investe a favore del cliente.

In caso di gestione del portale affidata ad un istituto od una SIM, invece, sarà possibile che questo gestisca completamente l’operazione sia dando pubblicità alla *start up*, sia altresì, convogliando direttamente la quota sull’istituto ove è stato acceso il conto corrente indicato all’origine nel progetto.

Si avanzano dubbi in merito alla duplicità giuridica dell’ultima tipologia di rapporto; in questo caso il portale, pur in di per sé con funzione indipendente, dovrebbe essere una diretta emanazione dell’istituto di credito poiché gode dell’iscrizione al registro speciale (quindi facilitato) proprio in virtù di tale collegamento.

Ad oggi non si ravvedono particolari pronunce sul tema ma il ragionamento non appare infondato.

In questo caso, infatti, l’istituto di credito sarebbe convenibile in giudizio per eventuali problematiche proprio in virtù di tale diretto rapporto di dipendenza, ufficializzato per il tramite dell’iscrizione nel registro speciale.

Effettivi problemi, quindi, sorgono per il cliente prettamente nell’eventualità il gestore sia “non bancario” e, quindi, non si possa direttamente agire contro la banca in caso di inadempienze e/o problemi attinenti all’investimento.

**STUDIO LEGALE POLATO**

*30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7*

*Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53*

*31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2*

*Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98*

*studiolegalepolato@tiscali.it*

*www.banca-borsa.it*

In tale situazione, salvo precise responsabilità attinenti al deposito, l’istituto si limiterebbe a controllare il conto corrente acceso dalla *start up*, senza operare direttamente in alcun modo ma semplicemente obbedendo alle richieste del gestore.

Fatte tali considerazioni, alcune purtroppo allo stato dell’arte senza una precisa risposta, ritorniamo ad analizzare un secondo aspetto rilevante, cioè il contratto – quadro.

Appare infatti anch’essa rischiosa la scelta di far operare un investitore senza un contratto – quadro redatto in forma scritta.

Il fatto che si operi *online* non vuol certo asserire che sia impossibile trovare il modo di far sottoscrivere il contratto di apertura al cliente – investitore.

Come ben ipotizzato dalla più recente dottrina<sup>15</sup>, si possono ipotizzare ben quattro modi alternativi per rispettare la forma del contratto con sottoscrizione scritta senza intaccare la *ratio* di concedere con maggior facilità gli investimenti *online*.

Tale dottrina elenca diversi modi per superare l’*“impasse”* sorta, come, ad esempio:

- modalità “classica”, cioè un contratto firmato su supporto cartaceo e consegnato/inoltrato all’intermediario;
- contratto inviato al cliente via *e-mail* o scaricato dallo stesso dal sito *web*, stampato e firmato su supporto cartaceo, fisicamente consegnato/inviato all’intermediario;
- contratto digitale sottoscritto dal cliente con firma digitale tramite apposito strumento informatico (in genere chiavetta Usb abilitata da società autorizzate e con *password* strettamente personale<sup>16</sup>) ed inviato all’intermediario via *internet*.

Tali scelte non implicano gravi ritardi temporali e, allo stesso tempo, forniscono all’investitore la certezza di operare in virtù di un contratto base su cui, tramite la propria firma, egli ha avuto un pieno controllo (perlomeno ciò è auspicabile), perdendo ogni tutela giuridica in tema di forma e verifica della liceità della condotta dell’istituto di credito.

---

<sup>15</sup> A. M. Lerro, *op. cit.*

<sup>16</sup> Sul modello del PIN di una carta di credito

Parlando di importanza di forma scritta, come si è potuto vedere dalla lettura delle possibili opzioni, non si intende necessariamente il vecchio “cartaceo” (contratto stampato e firmato) poiché è possibile sempre firmare digitalmente e ciò è possibile solo con chiavi e password in possesso del singolo utente.

La problematica sorge da semplici invii di comunicazioni digitali senza adeguati controlli di genuinità e garanzia.

Tralasciando ulteriori critiche, persiste la problematica se i singoli ordini debbano avere la forma scritta oppure basti che ciò venga effettuato con il solo contratto – quadro.

La giurisprudenza, in modo non condivisibile, in questi ultimi anni si sta orientando per questa seconda soluzione nonostante numerose perplessità più volte evidenziate in sede di cause dai legali dei clienti che hanno convenuto le banche a cagione dei danni subiti e derivanti dalla condotta delle medesime.

***OPERAZIONI SOTTO SOGLIA E SOPRA SOGLIA: CASI DI OPERAZIONI FINANZIARIE ESENTATE DALLA PROCEDURA “MIFID” EX ART. 17 C. 4 REG. “CROWDFUNDING” E LETTURA RESTRITTIVA DELLA CONSOB (COMUNICAZIONE DEL 01.08.2013)***

Delineate le criticità preliminari, l’investitore, a questo punto, potrà procedere con l’adesione al progetto ma dovrà tener conto di alcune procedure strettamente legate all’operazione di investimento.

La normativa in materia differenzia le operazioni di investimento con importi inferiori alla soglia di € 500,00 / € 5.000,00 per singola operazione e € 1.000,00 / 10.000,00 annuali a seconda si tratti di persona fisica / giuridica inquadrando come operazioni c.d. “sotto-soglia”<sup>17</sup> mentre, a contrario, se si supera tali cifre si parla di “sopra-soglia”.

---

<sup>17</sup> Art. 17 reg. 18592/13, al comma 4: Le disposizioni contenute nel comma 3 non si applicano quando ricorrano le seguenti condizioni: a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro considerando gli ordini complessivi annuali; b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia inferiore a cinquemila euro per singolo ordine e a diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali. 5. Il gestore acquisisce dall’investitore, con modalità

Tale difformità impone differenti obblighi di informazione e trasparenza nell’esecuzione di ogni singola operazione.

L’ordine “sotto-soglia”, infatti, è oggetto di una specifica esenzione rispetto alla procedura c.d. “MIFID” ai sensi del disposto dell’art. 17 c. 4.

Cosa s’intende per procedura MIFID?

Tale procedura, introdotta nel nostro ordinamento a partire dall’anno 2007 a seguito della direttiva europea 2004/39/CE emanata in data 21.04.2004<sup>18</sup>, prevede necessariamente che l’intermediario ponga in essere una valutazione preventiva del cliente in base ad una apposita profilatura.

A seguito di tale incombente, preso atto del livello di esperienza e di guadagno (e quindi rischio) desiderato, l’intermediario dovrà fornire al cliente informazioni sia in merito all’adeguatezza che all’appropriatezza della singola operazione posta in essere.

In virtù della normativa vigente, quindi, nei casi “sopra-soglia” le banche e i singoli gestori dovranno sempre svolgere l’attività nel rispetto della disciplina sui servizi di investimento che prevede una serie di obblighi informativi e di comportamento nei confronti degli investitori (tra cui, appunto, la c.d. “profilatura della clientela”).

Tanto premesso, come preannunciato, per favorire lo sviluppo del *crowdfunding* e, quindi, agevolare l’accesso ai finanziamenti da parte delle *start-up* innovative, il Regolamento prevede una specifica esenzione dall’applicazione della disciplina sui servizi di investimento per gli investimenti che siano complessivamente “sotto-soglia”.

---

che ne consentano la conservazione, un’attestazione con la quale lo stesso dichiara di non aver superato, nell’anno solare di riferimento, le soglie previste al comma 4. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti effettivamente perfezionati per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché di altri portali. 6. Il gestore del portale assicura che, per ciascuna offerta, la provvista necessaria al perfezionamento degli ordini sia costituita nel conto indisponibile intestato all’emittente acceso presso le banche e le imprese di investimento a cui sono trasmessi gli ordini, previsto dall’articolo 25”.

<sup>18</sup> La direttiva è nominata “*Markets in Financial Instruments Directive*” da cui MiFID

**STUDIO LEGALE POLATO**  
30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7  
Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53  
31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2  
Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98  
studiolegalepolato@tiscali.it  
www.banca-borsa.it

Per poter applicare l'esenzione, è necessario che gli investitori dichiarino di non avere superato le soglie indicate prendendo in considerazione, per la soglia annuale, anche gli investimenti effettuati presso altri portali nell'anno solare di riferimento.

In tale materia è necessario riportare una precisa osservazione avanzata dalla Consob con comunicazione datata 01.08.2013 in tema di interpretazione delle regole in tal settore.

Il prestigioso ente controllore, con particolare attenzione ai gestori bancari, precisa che, “*A tali soggetti non si applicano le regole più restrittive previste per i gestori iscritti alla sezione ordinaria del registro (divieto di detenere somme di denaro e obbligo di trasmissione degli ordini a banche e SIM) e possono quindi gestire integralmente il processo della raccolta di capitali delle start-up innovative. Di contro, non godono della esenzione dalla disciplina di derivazione MiFID per gli ordini al di sotto delle soglie stabilite dal Regolamento Consob*”.

La decisione appare vincolata a una scelta di bilanciamento: maggior potere di gestione delle somme in modo diretto rispetto ai gestori non bancari fa da contraltare alla negazione dell'esenzione della MIFID.

La comunicazione è giunta opportuna stanti alcuni dubbi emersi (e che emergono ancora nel testo in vigore) in merito al campo di azione dell'art. 17 c. 4 Reg. che, quindi, è ristretto nei precisi ambiti delle operazioni “sotto-soglia” gestite con i portali privati.

Sussistono comunque in ogni caso obblighi informativi basilari e generici che sono posti in capo al gestore del portale *web*, di qualsiasi tipologia esso sia, e si ricavano dalla lettura del Titolo III del regolamento *Crowdfunding*.

Come già si è avuto modo di accennare in precedenza, l'art. 14 del regolamento costringe i gestori a fornire informazioni sulla propria struttura e sulle proprie capacità, mentre l'art. 15 impone un'informativa generale sulle *start up* pubblicizzate all'interno del portale e sull'investimento proposto.

In caso di operazione finanziaria che risponda ai requisiti sopra indicati per ottenere l'esenzione, il gestore della piattaforma *web* acquisisce dall'investitore un'autocertificazione (sia scritta che

**STUDIO LEGALE POLATO**  
30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7  
Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53  
31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2  
Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98  
studiolegalepolato@tiscali.it  
www.banca-borsa.it

digitale<sup>19</sup>) che attesti la natura “sotto – soglia” dell’operazione di investimento, come previsto dal c. 5 dell’art. 17 del Reg. “*Crowdfunding*”, e né il gestore, né la banca o SIM devono richiedere e/o valutare il questionario MIFID.

In definitiva, ricavando conclusioni da quanto sinora affermato, il legislatore, pur prevedendo obblighi generali di controllo ed informazione generale (intesa come valutazione delle capacità del portale gestionale e della *start up*), ha previsto un’area specifica e delimitata di esenzione dai requisiti della direttiva MIFID in tema di informativa.

Si preferisce evitare l’obbligo di informazione continua ed aggiornata su investimenti di piccolissimo importo (inferiori ad € 500,00 / 5.000,00) ed il cui totale abbia un impatto limitato sul capitale investito in caso del sopraggiungere di problematiche (per un totale massimo previsto di € 1.000,00 / 10.000,00 annui).

L’assunto ora espresso, cioè voler snellire l’obbligo informativo al fine di invogliare all’investimento<sup>20</sup>, pur comprensibile non appare del tutto condivisibile.

Il mercato, a seguito dei notevoli scandali finanziari sorti in questi anni<sup>21</sup>, necessita di sicurezza e serietà.

Il “ridotto” controllo su operazioni che, secondo le stesse intenzioni della legge, dovrebbero essere svolte in gran quantità, comporta comunque la movimentazione di consistenti somme di denaro a favore di società / enti che, pur avendo superato un controllo statale, potrebbero non essere del tutto scevre da “pecche”.

Oltre a ciò, perplessità potrebbero sorgere anche dalla mancanza di un preciso limite strettamente collegato al progetto finanziato.

---

<sup>19</sup> Alessandro Maria Lerro, *op. cit.*

<sup>20</sup> In tal senso, Vitaliano D’Angelio, articolo “*Crowdfunding – in arrivo soglie di esenzione per la Mifid*”, Il Sole 24 ore, articolo del 05.07.2013

<sup>21</sup> A titolo esemplificativo: il *default* Argentina nel 2001, Cirio e Parmalat nel 2003, Lehman Brothers nel 2008, Bank of Ireland nel 2010 etc.

In via ipotetica, se un soggetto, pur stando entro i limiti “sotto-soglia”, finanzia uno o più progetti per un periodo temporale di vari anni, l’importo totale investito non è decisamente trascurabile.

#### ***ULTERIORI TUTELE IN TEMA DI DISCIPLINA DELLE OFFERTE***

Delineati gli obblighi informativi e le esenzioni nei casi *ex art.* 17 c. 4 reg., valutiamo ulteriori tutele offerte dal regolamento.

Parziale tutela a tale situazione può sorgere dalla possibilità di poter revocare l’adesione e/o recedere entro sette giorni dall’ordine.

Infatti, in caso di mutamento delle condizioni e/o scoperta di informazioni nuove, l’art. 25 c. 2 del regolamento analizzato consente agli investitori, con l’esclusione di quelli professionali<sup>22</sup>, di revocare l’ordine.

Oltre al diritto di recesso vi è anche, in alternativa, un diritto di co-vendita.

L’art. 13 c. 5 reg. “*Crowdfunding*” impone quindi al gestore della piattaforma *web* di consentire agli investitori non professionali un diritto di recesso senza ulteriori spese entro e non oltre il settimo giorno dall’investimento stesso, mutando così la disciplina del codice del consumo.

Tutto ciò, “*ha la funzione di proteggere l’investitore da un’operazione non sufficientemente ponderata, in considerazione del mezzo usato per l’investimento*”<sup>23</sup>

Tale diritto si integra con un “secondo” diritto di recesso nell’eventualità, non peregrina in un mercato globale e tecnologico, la *start up* venga ceduta a un proprietario terzo entro tre anni dall’adesione del cliente non professionista.

Ciò si giustifica poiché “*Il legislatore ha giustamente ritenuto, quindi, di dover proteggere l’investitore non professionale (che ha partecipato al rischio d’impresa, puntando sulla tecnologia innovativa e, soprattutto, sull’inventore/imprenditore) assicurandogli un’exit, nelle forme del*

---

<sup>22</sup> “*investitori professionali*»: i clienti professionali privati di diritto, individuati nell’Allegato 3, punto I, del Regolamento Consob in materia di intermediari, adottato con delibera n. 16190 del 29 ottobre 2007 e successive modifiche, nonché i clienti professionali pubblici di diritto previsti dall’articolo 2 del decreto ministeriale 11 novembre 2011, n. 236 emanato dal Ministero dell’economia e delle finanze (definizione ripresa da delibera Consob n. 18592 del 26.06.2013, art. 2, lett. J)

<sup>23</sup> A. M. Lerro, *op. cit.*

*diritto di recesso o di co-vendita, e auspicabilmente la quota-parte del margine, anziché lasciarlo alla mercé delle scelte imprenditoriali del nuovo “padrone”, che non faceva certo parte del quadro d’insieme valutato dall’investitore al momento in cui è maturata la decisione di investire”<sup>24</sup>*

Nonostante queste ulteriori ed interessanti tutele, persistono i dubbi sopra espressi e che attengono maggiormente a profili di correttezza e certezza nel mentre della durata del rapporto piuttosto che nella fase iniziale.

Fornire un’informativa preventiva non può consentire di derogare alla certezza del contratto quadro il quale fissa i punti cardine del rapporto.

Allo stesso modo, nel caso dei “sotto-soglia”, la carenza di profilatura (nei limiti evidenziati) rende complesso comprendere appieno se l’investitore abbia effettivamente acquisito una piena conoscenza dell’investimento oppure si limiti, come spesso accade, ad una mera conferma di quanto richiesto.

Demandando osservazioni più approfondite a lavori futuri che possano analizzare la materia alla luce della concreta applicazione della stessa, ad oggi allo stadio ancora iniziale, si procede allo studio dell’esecuzione dell’ordine di investimento.

#### **MODALITÀ E PROCEDURE DI ESECUZIONE DEGLI ORDINI “SOTTO-SOGLIA” E “SOPRA-SOGLIA”**

A questo punto il cliente – investitore, ampiamente reso edotto delle conseguenze delle sue azioni e scelta la modalità di operazioni finanziaria, finalmente può procedere portando in esecuzione l’ordine.

Nel caso di esecuzione degli ordini “sotto-soglia”, la procedura è molto semplice e si sostanzia nel semplice identificativo dell’investitore, della ricezione della dichiarazione di essere entro i limiti previsti per legge, e nell’incasso della somma investita presso il c/c acceso a tale fine dalla *start up* innovativa.

---

<sup>24</sup> Gianmatteo Nunziante, “*Il Crowdfunding*” in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), agosto 2013

Invece, naturalmente, per gli ordini “sopra-soglia” erogati dalle banche e dalle SIM, la fase esecutiva è maggiormente complessa e si sostanzia in tre momenti particolari, in gran parte già analizzati, così riassumibili:

1. consegna delle informative e comunicazioni precontrattuali;
2. pattuizione del contratto di investimento;
3. esecuzione dell’ordine.

Mutuando la disciplina generale insita nel T.U.F., l’intermediario deve necessariamente fornire al cliente – aderente ogni doverosa informativa e comunicazione prima della concretizzazione dell’offerta così da consentirgli di formarsi un’idea e valutare al meglio il proprio investimento.

L’informativa conterrà le informazioni basilari sull’emittente (*rectius*: sulla società / ente che richiede il finanziamento): tali notizie devono essere inoltrate tramite comunicazione scritta cartacea salvo nell’ipotesi in cui, con espresso consenso del cliente, l’intermediario venga autorizzato a fornire il servizio via *internet*.

In questo caso, comunque, le informazioni dovranno essere sempre pienamente visibili e fruibili e, comunque, contenere tutti i requisiti richiesti per il supporto cartaceo.

Una volta che l’investitore, analizzata l’informativa pre-contrattuale, avrà deciso positivamente, sarà possibile procedere con l’investimento ma, chiaramente, non prima di aver pattuito il contratto – quadro che norma il rapporto gestore piattaforma *web* – cliente.

In merito al contratto quadro, già si è avuto modo di criticare la decisione di prevedere il sorgere del rapporto in virtù di un accordo non scritto (*rectius*: non necessariamente scritto visto che non è vietata espressamente tale possibilità) e che s’instaura fra il cliente e il portale di gestione *web*.

In particolare appare interessante verificare come la dottrina, dalla lettura del regolamento, ritenga di trarre alcune conclusioni:

- il cliente stipula il contratto quadro solamente col gestore del portale che funge da intermediario, sia esso privato o “bancario”;
- il contratto quadro non richiede per forza la forma scritta;

**STUDIO LEGALE POLATO**  
30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7  
Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53  
31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2  
Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98  
[studiolegalepolato@tiscali.it](mailto:studiolegalepolato@tiscali.it)  
[www.banca-borsa.it](http://www.banca-borsa.it)

- in forza di quanto sopra, non è necessario un ulteriore contratto quadro tra cliente e banca o SIM poiché questo secondo rapporto resta diverso ed autonomo.

Il rapporto, infatti, permane fra cliente e gestore che, come sopra enunciato, non per forza corrisponde ad un istituto di credito o una SIM ma potrebbe trattarsi anche di un privato (pur con i limiti di operatività indicati).

Si è dinanzi, or dunque, ad una fase duplice:

- a) contratto (non scritto) fra cliente e gestore della piattaforma *web*;
- b) un rapporto indipendente fra il gestore *web* – istituto che, in ogni caso, cura la gestione del denaro tramite c/c ove si convogliano i fondi.

A questo punto, perfezionato il contratto – quadro di cui al punto a), il cliente confermerebbe l'ordine al gestore, procedendo con l'acquisto della quota.

Qui, come già indicato nei paragrafi precedenti, si collocherebbe in ogni caso l'obbligo di informativa sull'appropriatezza dell'investimento con precisi limiti a tutela dell'investitore.

Il privato, infatti, deve aver effettuato il percorso di c.d. “*investor education*” (di cui all'art. 14 c. 1, lett. k) e preso visione delle informazioni contenute nell'art. 15 c.1<sup>25</sup>, aver risposto positivamente ad un questionario comprovante la piena comprensione dei rischi e delle caratteristiche dell'investimento, infine aver dichiarato di essere in grado di sostenere economicamente l'intera perdita dell'investimento che intende effettuare.

Si precisa che questa tutela vale esclusivamente per l'investitore non professionale il quale, quindi, nelle operazioni “sopra-soglia”, gode di un duplice grado di sicurezza: sia da parte del gestore che fornisce le informazioni riguardante l'emittente, sia da questa procedura di autocertificazione dall'acquirente.

Si conclude analizzando l'idea di “profilazione” dell'investitore, già accennata sempre in tema di procedura MIFID.

---

<sup>25</sup> Tra le quali il rischio di perdita del capitale, l'illiquidità, il divieto di distribuzione degli utili per le *start-up* innovative, la temporaneità dei benefici fiscali, il diritto di recesso

Richiamandosi a quanto già esposto in merito alla necessità o meno di porre in essere tali attività e delle procedure esenti, in questo momento vale la pena porsi il dubbio di quale forma debba essere richiesta e quali problematiche potrebbero sorgere.

Sicuramente, in ogni caso, non si parla di forma scritta per tale profilatura e, come osservato, la logica appare coerente con la volontà di superare tale forma.

Questa scelta, comunque, solleva nuovamente le perplessità già avanzate: una digitalizzazione “estrema” appare allo stato assolutamente superflua e, anzi, foriera solo di possibili contestazioni.

Ci si pone un quesito che potrebbe essere facilmente sollevato in futuro da parte di un investitore: come poter valutare l’adeguatezza di un investimento senza una profilatura (sottoscritta)?

Il rischio di “correzioni” fraudolente da parte di gestori poco affidabili è sempre concretizzabile senza possibilità concreta di disconoscere il documento digitale e la c.d. “firma digitale”, che ovvierebbe a tale problema, ad oggi ha scarsa diffusione.

#### ***SANZIONI PREVISTE PER I GESTORI INFEDELI***

Al Titolo IV del reg. “*Crowdfunding*”, composto dagli artt. 22 e 23, si prevede la disciplina in tema di sanzioni per i gestori che non abbiano adempiuto ai precisi obblighi di correttezza.

All’art. 22 si prevede la possibilità di sospensione temporanea, per un arco temporale massimo pari a novanta giorni, per verificare fatti impediti od ostativi che vulnerino i requisiti richiesti.

L’art. 23, invece, prevede in modo accurato due tipologie di sanzioni, ed, in particolare:

- a) la sospensione dell’attività del gestore in caso di violazione delle regole di condotta previste dal titolo III<sup>26</sup>;
- b) la radiazione dal registro nel caso di:
  - *start up* non innovative;
  - contraffazione della firma dell’investitore;
  - trattenimento indebito di somme di denaro;

---

<sup>26</sup> Cioè gli obblighi di diligenza e correttezza

- comunicazioni mendaci;
- comunicazioni ad istituti di credito di strumenti finanziari non richiesti né autorizzati dal cliente;
- mancata comunicazione dell’esercizio del diritto di recesso da parte dell’investitore;
- reiterazione di condotte che hanno già portato alla sospensione;

L’ultimo motivo di radiazione è previsto al n. 8 dell’art. 23 e si pone come una norma di chiusura quanto mai estesa ed, in virtù di ciò, non condivisibile: si sanziona “*ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità*”.

Non si comprende appieno la motivazione di tale scelta in cui il *dictum* è talmente esteso da sfociare, oggettivamente, quasi in discrezionalità a favore della Consob.

#### **CONCLUSIONI ED ANALISI DI ALCUNE CRITICITÀ**

Delineata per sommi capi la disciplina del “*crowdfunding*”, in attesa di maggiori interventi chiarificatori su alcuni punti dubbi della normativa, s’impongono alcune brevi riflessioni in merito ad alcune criticità.

Come già espresso, il legislatore ha desiderato snellire la procedura di investimento mobiliare, digitalizzandola.

Per la prima volta pare evidente il superamento della forma scritta *ad substantiam* per i contratti quadro alla base del rapporto che, peraltro, non si instaura più direttamente con l’istituto di credito ma, piuttosto, con il gestore del portale *web*.

Tolte le critiche già avanzate su tale scelta, sicuramente gli obblighi mutati dal T.U.F. offrono comunque un margine di sicurezza per le operazioni “sopra-soglia”, derogando per i “sotto-soglia” al fine di invogliare gli investimenti e renderli meno costosi agli operatori.

La stessa possibilità di poter recedere entro sette giorni dall’adesione, mutuando la disciplina insita nel codice del consumo, oppure entro tre anni dall’investimento in caso di modifica della compagine sociale e/o vendita a soggetto terzo, concede ulteriori possibilità di tutela per gli investitori non professionali.

**STUDIO LEGALE POLATO**  
30174 Venezia – Mestre, Via C. Battisti n. 7  
Tel. 041 98 53 77 Fax 041 95 20 53  
31100 Treviso, Strada comunale Corti n. 56 int. 2  
Tel. 0422 42 33 50 Fax 0422 31 60 98  
[studiolegalepolato@tiscali.it](mailto:studiolegalepolato@tiscali.it)  
[www.banca-borsa.it](http://www.banca-borsa.it)

Appare quindi non pienamente condivisibile la scelta di esentare per i gestori privati un controllo secondo procedura MIFID le operazioni “sotto-soglia” (limitandosi alle informative generiche digitalizzate) limitandosi a richiedere un’autocertificazione e procedendo all’incasso immediato della quota.

Pur condividendo lo scopo di favorire le *start up* innovative, la scelta di porre deroghe alla disciplina generale purché si rimanga entro somme che, onestamente, si reputano abbastanza elevate (si parla di € 1.000,00 / 10.000,00 annui<sup>27</sup>) non legando l’investimento a precisi limiti temporali (es. progetti che durino al massimo un determinato numero di anni) concede un inutile e pericoloso margine di aggiramento della *ratio* legislativa.

Lodevole invece, a contrario, l’interpretazione espressa dalla Consob<sup>28</sup> che, per poter applicare l’esenzione, sia necessario che gli investitori dichiarino di non avere superato le soglie prendendo in considerazione, per la soglia annuale, anche gli investimenti effettuati presso altri portali nell’anno solare di riferimento.

Si ricordi infine, ulteriore criticità, il fatto che un singolo portale potrebbe sponsorizzare decine se non centinaia di progetti, movimentando potenzialmente centinaia di migliaia di euro.

Questa movimentazione di denaro potrebbe facilmente ingolosire le strutture criminose operanti nel nostro Paese, con il concreto rischio di creazioni di *start up* fittizie o, più realisticamente, con l’impiego di numerosi investimenti “sotto-soglia” (quindi meno controllati) a fini di riciclaggio di denaro.

---

<sup>27</sup> Durante le consultazioni della Consob con le associazioni e gli esperti del settore finanziario (periodo 29.03.2013 – 30.04.2013, con pubblicazione dei risultati e delle conclusioni a cui si era giunti in data 12.07.2013) era stata formulata una proposta legata, più che ad una soglia economica, alla consistenza effettiva del patrimonio dell’investitore. In particolare, nella relazione, a pag. 55, si legge che alcune associazioni e SIM si sono espresse “a favore di alcune “*semplificazioni procedurali*” per investimenti di ridotto ammontare (2-3.000 euro annui; inferiori all’1% del patrimonio complessivo dell’investitore ovvero inferiori al 3% del reddito annuo del sottoscrittore o al 5% della capacità di risparmio annua dichiarata)

<sup>28</sup> Comunicazione Consob n. 0066128 datata 01.08.2013

Infatti il legislatore italiano, nel disciplinare l’istituto dell’*equity crowdfunding*, non ha indicato alcuna regola suppletiva in merito all’estensione delle già esistenti disposizioni in materia di antiriciclaggio e lotta al finanziamento del terrorismo<sup>29</sup>.

Visto lo sviluppo vertiginoso di tale mezzo di investimento, parrebbe opportuno che queste criticità, che non inficiano comunque un impianto assolutamente interessante e con aspetti molto positivi, venissero prontamente risolte con semplici interventi correttivi.

(a cura dell’avv. Paolo Polato e del dott. Bruno Ravagnan)

---

<sup>29</sup> In tal senso si legga il breve ma chiaro intervento di Colombo S., “*Crowdfunding e antiriciclaggio*”, in *Riv. dir. banc.*, [dirittobancario.it](http://dirittobancario.it), gennaio 2014