

GENNARO ROTONDO
CARMEN FIORE

La regolazione europea e italiana del *crowdfunding*

Tra stratificazione delle fonti
e problematiche applicative

UNIVERSITÀ

Volume pubblicato con il contributo del Dipartimento di Scienze politiche dell'Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli".

tab edizioni

© 2025 Gruppo editoriale Tab s.r.l.
viale Manzoni 24/c
00185 Roma
www.tabedizioni.it

Prima edizione marzo 2025
ISBN versione cartacea 979-12-5669-092-3
ISBN versione digitale 979-12-5669-093-0

È vietata la riproduzione, anche parziale,
con qualsiasi mezzo effettuata, compresa la
fotocopia, senza l'autorizzazione dell'editore.
Tutti i diritti sono riservati.

Indice

- p. 11 Introduzione. La regolazione del *crowdfunding* quale strumento di finanza alternativa. Piano e finalità della ricerca
- 17 Capitolo 1
La regolamentazione europea del crowdfunding. Profili evolutivi, definitivi e applicativi
1. Premessa. Il *crowdfunding* nel contesto dei processi di innovazione tecnologica del settore finanziario, 17
 2. L'azione istituzionale di progressiva definizione del quadro normativo unionale in materia di *crowdfunding*, 28
 3. Profili definitivi relativi alla disciplina europea del *crowdfunding*, 35
 4. Aspetti definitivi, organizzativi e di controllo sul fornitore europeo di servizi di *crowdfunding*, 49
 5. L'investitore europeo di servizi di *crowdfunding*. Categorie e criteri di classificazione: qualificazione degli investitori sofisticati, 70
 6. L'eterogeneità contenutistica delle normative nazionali in materia di *crowdfunding*, 90

7. L'adeguamento delle discipline nazionali preesistenti al regolamento europeo: il periodo transitorio, 95
8. La peculiare "attuazione" della normativa europea a livello nazionale, 101
9. Le condizioni per la prestazione transfrontaliera dei servizi di *crowdfunding*, 105

p. 113 Capitolo 2

L'attuazione del regolamento europeo in materia di crowdfunding nell'ordinamento italiano. Eterogeneità delle fonti e criticità applicative

1. Premessa. Profili evolutivi e caratteristiche generali della disciplina italiana in materia di *equity-based crowdfunding*, 113
2. Principali profili di affinità tra la preesistente disciplina italiana e l'ECSPR, 131
3. Connessioni funzionali e interpretative tra la disciplina italiana e il rinnovato contesto europeo in materia di *crowdfunding*, 139
4. La partecipazione dell'Italia ai processi di formazione e attuazione della politica legislativa europea in materia di innovazione finanziaria, 144
5. Lo schema di decreto legislativo relativo all'attuazione dell'ECSPR, 157
6. Attribuzioni e interventi delle autorità nazionali competenti nell'ordinamento italiano, 174
7. Gli *Orientamenti di vigilanza* della Banca d'Italia in materia di fornitori di servizi di *crowdfunding*, 198
8. Il Protocollo di intesa tra la Banca d'Italia e la Consob in materia di *crowdfunding*, 218

- p. 231 Capitolo 3
*Il sistema di vigilanza dei fornitori di servizi di crowd-
funding tra norme europee e nazionali*
1. Premessa. Profili introduttivi relativi al vigente sistema di vigilanza europeo dei fornitori di servizi di *crowd-funding*, 231
 2. Profili definitivi nel regolamento europeo relativi alle autorità di vigilanza competenti, 243
 3. La designazione delle autorità di vigilanza nell'ordinamento italiano, 246
 4. I poteri di vigilanza sui fornitori spettanti alle autorità nazionali competenti, 260
 5. La cooperazione tra i soggetti preposti all'esercizio dell'attività di vigilanza ai sensi del regolamento UE 2020/1503, 267
 6. La presentazione della richiesta di cooperazione o di scambio di informazioni tra le autorità competenti, 274
 7. Ulteriori meccanismi di cooperazione nell'ambito del sistema di vigilanza sui fornitori di servizi di *crowd-funding*, 284
 8. L'adozione di provvedimenti cautelari da parte delle autorità competenti, 290
 9. Il trattamento dei reclami da parte delle autorità competenti per presunte violazioni del regolamento UE 2020/1503, 292
 10. Lo svolgimento dell'attività di vigilanza e l'obbligo di garantire il segreto professionale, 295
 11. I poteri sanzionatori nel sistema di vigilanza sui fornitori europei di servizi di *crowdfunding*, 300
 12. La necessità di calibrare l'adozione delle sanzioni amministrative alla violazione delle norme, 312

13. Il regime di pubblicità previsto per le sanzioni ai fornitori di servizi di *crowdfunding*, 314

p. 319 Bibliografia

Introduzione

La regolazione del *crowdfunding*
quale strumento di finanza alternativa.
Piano e finalità della ricerca

Nell'articolato e multiforme fenomeno dell'innovazione tecnologica in ambito finanziario (*Financial Technology* – *FinTech*) si inserisce a pieno titolo il *crowdfunding*, strumento in grado di coniugare lo svolgimento di una delle attività “tradizionali” del mercato bancario-finanziario – il reperimento di risorse – con l'innovazione tecnologica, configurandosi, pertanto, come forma alternativa di finanziamento rispetto ai canali abituali, soprattutto a quello bancario.

La struttura di base di questo istituto si sostanzia in una proposta di iniziativa economica da realizzare attraverso una richiesta di finanziamento a un pubblico indistinto (*crowd*) di potenziali investitori, i quali assumono contezza del progetto collegandosi a un portale in rete (la *piattaforma*), ove solitamente è possibile scegliere tra più progetti da sostenere finanziariamente, realizzando così la diffusione dell'iniziativa verso un numero potenzialmente molto ampio di investitori. Uno schema operativo che punta a soddisfare diverse esigenze, perlopiù connesse alle logiche che orientano l'azione del titolare di un progetto economico.

Come avviene per tutte le numerose articolazioni del *FinTech*, anche per questo strumento alternativo di intera-

zione finanziaria si è posto il problema di procedere a forme di regolazione, avviando così un dibattito sulle connotazioni e sul livello di incisività della normativa in questione (della cui intensità e pervasività si dirà nel prosieguo della ricerca). Questo percorso è sfociato in un regolamento europeo (UE n. 1503 del 7 ottobre 2020) la cui piena comprensione ha richiesto, anzitutto, un necessario inquadramento tassonomico e definitorio del *crowdfunding*, nonché alcuni cenni alle sue peculiarità e ai profili evolutivi. Questi aspetti sono affrontati in chiave ricostruttiva nel Capitolo 1, dove la ricerca si è orientata anche a delineare l'azione istituzionale di progressiva definizione del quadro normativo unionale in materia, con un'attenzione specifica alle complessità legate alla frammentazione delle discipline nazionali e alle scelte di politica legislativa che hanno condotto all'adozione del regolamento UE 2020/1503.

Nonostante questa tipologia di fonte normativa europea non necessiti di recepimento negli ordinamenti nazionali, la preesistenza di discipline domestiche e la presenza di contenuti regolatori da "completare" ha reso necessaria un'opera di avvicinamento applicativo tra gli ordinamenti degli Stati membri e di implementazione del regolamento UE. Motivo per cui la ricerca si è orientata (Capitolo 2) verso l'analisi dell'attuazione del regolamento europeo nell'ordinamento italiano, concentrando l'attenzione sull'evidente eterogeneità delle fonti coinvolte e sulle conseguenti criticità applicative del *corpus* normativo che ne è scaturito. Anche in questo caso, inoltre, si è concentrata l'indagine sull'interazione tra istituzioni europee e italiane nei processi di formazione e attuazione della politica legislativa europea in materia di innovazione finanziaria, punto nevralgico della regolazione

del fenomeno *FinTech*, come si accennava in precedenza. Infine, nel medesimo Capitolo, si è analizzato l'insieme delle norme primarie e secondarie adottate per conformare il sistema italiano alla disciplina europea, tenendo conto altresì della scelta di indicare due autorità quali referenti per l'applicazione del regolamento UE.

Per altro verso, proprio questa scelta, in ragione della maggiore complessità di interazione soggettiva tra le istituzioni, ha reso essenziale un'analisi più puntuale del sistema di vigilanza sui fornitori di servizi di *crowdfunding* nella dinamica applicativa tra norme europee e disciplina nazionale, ambito che è oggetto di una corposa quantità di disposizioni. Talché l'indagine è partita dai criteri identificativi delle autorità di vigilanza competenti ai sensi del regolamento UE, per incentrarsi poi sulla scelta di designazione delle stesse effettuata nell'ordinamento italiano e sul complesso insieme di obblighi informativi e di scambio reciproco di dati (Capitolo 3). Questo sistema multilivello di norme europee e italiane ha creato un'articolata rete di cooperazione tra i numerosi soggetti preposti all'esercizio dell'attività di vigilanza ai sensi del regolamento UE che non rende sempre agevole l'immediata individuazione del dato normativo applicabile. Nello stesso Capitolo, l'analisi si conclude prendendo in considerazione i provvedimenti cautelari e l'apparato sanzionatorio nei confronti dei fornitori.

Gli esiti dell'indagine sull'attuale architettura normativa del *crowdfunding* a livello europeo e italiano evidenziano diverse "zone grigie" con riferimento non solo alla procedura di adattamento dei sistemi nazionali, ma anche ai gravosi costi di *compliance* per i fornitori di servizi di *crowdfunding* che intendono agire sotto l'egida della normativa europea e,

infine, con riguardo altresì alle esigenze di tutela degli investitori che, specie in ambito nazionale, devono confrontarsi con una regolazione estremamente articolata, in termini di interventi legislativi, modifiche ai testi unici e nuova normativa secondaria, con i conseguenti problemi applicativi ed ermeneutici.

Oltre a questo elevato grado di complessità della disciplina (evidenziato da diversi studiosi, tra cui Andrew Schwartz, con riferimento specifico alle norme europee), si conferma, anche per il *crowdfunding*, una tendenza diffusa in altri contesti relativi al *FinTech* – si pensi, tra l'altro, alle crypto attività – verso la “finanziarizzazione” e, in questo caso, anche la “bancaizzazione” della disciplina di un fenomeno economico innovativo.

Ebbene, tali fattori di criticità rischiano di porre la disciplina europea, e di conseguenza quella italiana, in controtendenza rispetto all'esigenza di assorbire in un perimetro regolamentare condiviso un novero ampio di attività e soggetti concernenti l'ambito della finanza alternativa e del *FinTech* in generale. Il rischio, infatti, potrebbe essere quello di ostacolare l'accesso alla regolazione comune a società neocostituite, a *start-up* innovative e ad operatori di medie dimensioni che, con buona probabilità, non sarebbero in grado di sostenerne l'impatto in termini organizzativi e di *compliance*.

Quanto precede restituisce la sensazione di una normativa multilivello che finisce per esondare dal tradizionale sistema delle fonti e che si stratifica ulteriormente (e in misura eccessiva) in sede di attuazione nell'ordinamento italiano, dove si ritrovano margini di complessità regolamentare probabilmente non del tutto compatibili con le reali esigenze

di regolazione della finanza innovativa e che, in definitiva, sono destinati a “pesare” sensibilmente sulle posizioni soggettive coinvolte, *in primis* quelle di fornitori e investitori.

Per tali motivi, la scelta di metodo operata nel presente lavoro consiste proprio nel cercare di “ricostruire” il dato positivo applicabile in concreto che non sempre risulta di immediata percezione essendo filtrato da numerosi passaggi normativi, diffusi tecnicismi e da chiavi interpretative non sempre lineari. L'obiettivo è quello di comprendere – anche se forse è interrogativo destinato a non avere ancora una risposta univoca – se una regolamentazione così concepita possa rappresentare un modello di riferimento anche per altri ambiti dell'innovazione tecnologica o, al contrario, difetti di quelle caratteristiche di flessibilità e scalabilità applicativa che sono necessarie per inquadrare normativamente fenomeni mutevoli e in costante evoluzione come quelli che rientrano nel più ampio concetto di *FinTech*.

Da ultimo, si fa presente che, pur essendo questa ricerca il risultato di lavoro e riflessioni comuni, il Capitolo Primo e i paragrafi da 1 a 4 del Capitolo Terzo sono da imputare a Gennaro Rotondo, mentre il Capitolo Secondo e i paragrafi da 5 a 13 del Capitolo Terzo a Carmen Fiore.