amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo (Classe A)

Pubblicata in internet all'indirizzo www.amministrativamente.com

Rivista di Ateneo dell'Università degli Studi di Roma "Foro Italico"

Direzione scientifica
Gennaro Terracciano, Gabriella Mazzei, Julián Espartero Casado

Direttore Responsabile
Gaetano Caputi

Redazione
Giuseppe Egidio Iacovino, Carlo Rizzo

FASCICOLO N. 1/2022

Estratto

Iscritta nel registro della stampa del Tribunale di Roma al n. 16/2009
ISSN 2036-7821

Comitato scientifico

Annamaria Angiuli, Antonio Barone, Vincenzo Caputi Jambrenghi, Enrico Carloni, Maria Cristina Cavallaro, Guido Clemente di San Luca, Andry Matilla Correa, Gianfranco D'Alessio, Mariaconcetta D'Arienzo, Ambrogio De Siano, Ruggiero Dipace, Luigi Ferrara, Pierpaolo Forte, Gianluca Gardini, Biagio Giliberti, Emanuele Isidori, Francesco Merloni, Giuseppe Palma, Alberto Palomar Olmeda, Attilio Parisi, Luca Raffaello Perfetti, Fabio Pigozzi, Alessandra Pioggia, Helene Puliat, Francesco Rota, Josè Manuel Ruano de la Fuente, Leonardo J. Sánchez-Mesa Martínez, Ramón Terol Gómez, Antonio Felice Uricchio.

Comitato editoriale

Jesús Avezuela Cárcel, Giuseppe Bettoni, Salvatore Bonfiglio, Vinicio Brigante, Sonia Caldarelli, Giovanni Cocozza, Sergio Contessa, Manuel Delgado Iribarren, Giuseppe Doria, Fortunato Gambardella, Flavio Genghi, Jakub Handrlica, Margherita Interlandi, Laura Letizia, Gaetano Natullo, Carmen Pérez González, Marcin Princ, Antonio Saporito, Giuliano Taglianetti, Simona Terracciano, Salvatore Villani.

Coordinamento del Comitato editoriale

Valerio Sarcone.

ISSN 2036-7821

amministrativ@mente
Rivista scientifica trimestrale di diritto amministrativo
www.amministrativamente.com

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI ROMA "FORO ITALICO"

La regolamentazione Consob sulla raccolta di fondi online: l'equity e il lending crowdfunding.

di Marco Tiberii

(Professore Ordinario di diritto amministrativo presso l'Università degli Studi della Campania "Luigi Vanvitelli")

Sommario

1. Premessa. – 2. Dal crowdsourcing al crowdfunding. – 3. Il crowdfunding nel settore privato e/o pub-blico. 4. L'equity-crowdfunding: un'alternativa ai mercati finanziari. – 5. Il potere regolamentare della Consob. 6. L'introduzione del lending-crowdfunding e la normativa comunitaria. – 7. L'effetto virale ed il carattere imperativo dei divieti regolamentari. - 8. Gli obblighi informativi e le responsabilità. – 9. In particolare il lending-crowdfunding. – 10. Conclusioni e profili di tutela dell'investitore on-line.

Abstract

This scientific contribution aims to analyze the constant influence of itc systems in the context of financial instruments. In particular, we focus on the use of crowdfunding systems and on the regulation of these phenomena by public actors. From the study of the regulation, a symptomat-ic picture of the attention of the regulatory authorities to the phenomenon in question emerges especially for the protection of the investor.

** Il presente contributo è stato sottoposto al preventivo referaggio secondo i parametri della double blinde peer review.*

ISSN 2036-7821

1. Premessa.

È noto che lo sviluppo delle tecnologie ha prodotto negli ultimi anni una trasformazione radicale del contesto sociale, economico e giuridico, tale da potersi parlare di una fase di transizione, che rappresenta l'avvento di una nuova era digitale e/o di una rivoluzione.

Molte sono, dunque, le innovazioni che hanno sollecitato particolare interesse tra gli studiosi delle materie giuridiche, nonché dell'economia e dell'amministrazione, tra le quali si devono citare, a titolo esemplificativo, l'uso sempre più frequente degli algoritmi e delle intelligenze artificiali, delle piattaforme *on-line* e delle *blockchain*[1] e delle criptovalute[2], *l'e-commerce* e gli *smart contract*, nonché la digitalizzazione dei procedimenti e dei servizi amministrativi, la *cybersecurity* e/o la *privacy* dei dati, le *smart cities*, l'uso dei social ecc.

[1] L'uso di questa tecnologia è ad es. utilizzata per la tokenizzazione, così M. FREDDI, M.F. DE LEO, *Asset tokenization e cartolarizzazione, Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali*, Torino, 2021, p. 324, ad esempio: «il capitale sociale rinveniente dall'aumento di capitale della s.p.a. è il bene oggetto della tokenizzazione. Attraverso la conversione delle azioni della s.p.a. in *token* si realizza infatti il collegamento tra il mondo fisico (le azioni della s.p.a.) con quello digitale (i *token*). I passaggi di questo passaggio sono stati dunque i seguenti. I *token* come noto sussistono e circolano su una piattaforma digitale (un *ledger*). Per fare in modo che i *token* rappresentino i diritti collegati ai beni c.d. *off-chain*, ossia del mondo reale, così completando il processo di conversione, occorre che i beni *off-chain* siano messi in custodia per impedire che circolino e creino asimmetrie tra il mondo digitale e quello reale. L'efficacia della relazione tra gli ambienti *off-chain* (infrastrutture tradizionali del mercato finanziario) e *on-chain* è ciò che determina il successo dell'operazione. Nel caso considerato, le azioni della s.p.a. sono state trasformate in *token*, in particolare nella specie dei non fungibile *token* (NFT), cioè *token* con esclusivi codici identificativi che impediscono la loro sostituzione (non fungibile) e consentono così all'acquirente la ricostruzione dei loro passaggi di proprietà e il loro monitoraggio».

[2] Sul punto si è evidenziato che l'emissione decentralizzata dei *Bitcoin*, in assenza di un soggetto giuridico o fisico cui imputare l'emissione, ha ostacolato l'applicazione della normativa sui prospetti informativi e sui servizi d'investimento; sotto altro profilo, anche se le piattaforme che gestiscono mercati secondari di criptovalute potrebbero essere assimilate a soggetti che erogano servizi d'investimento, di pagamento o di moneta elettronica, ai sensi delle direttive n. 2015/2366 e n. 2009/110, tale conclusione non è sempre condivisa, così E. MACCHIAVELLO, *Fintech. Spunti per una regolazione ottimale, Mercato Concorrenza Regole*, n. 3/2019, p. 443, dove si richiama la posizione della Banca Centrale Europea secondo cui le criptovalute non offrono le stese garanzie delle monete elettroniche. Diversamente: «i *security Token* con certe caratteristiche emessi nell'ambito di *Initial Coin Offerings* (*ICOS*) (che usano altre *blockchain* – v. *Ethreum* – come infrastruttura su cui costruire, in forma di *software/App*, le offerte di *Token*) e i derivati su *criptovalute* tendono ad avere figure chiaramente identificabili come emittenti e promotori e ad essere considerati strumenti finanziari da molti Stati membri, ma in Italia i primi sono stati considerati solo come prodotti finanziari e si è recentemente proposto d'introdurre un regime speciale e opzionale per le offerte di *crypto asse*t destinati ad essere negoziati su sistemi di scambi, ma non coperti già dalle normative europee (v. moneta elettronica, strumenti finanziari…). L'Eba e l'Esma hanno affermato che un *token* (così come si è detto una *criptovaluta*) pur non potendo essere generalmente qualificato come fondo, ai sensi dell'art. 4 PSD 2, potrebbe essere considerato moneta elettronica o strumento finanziario in base alle caratteristiche specifiche e con riferimento al secondo concetto, alle interpretazioni e recepimento nazionale della MIFID 2. In tali casi sarebbe agevole identificare un soggetto emittente mentre, in sistemi decentralizzati e disintermediati,… potrebbe essere sempre complesso identificare intermediari cui riferire i relativi obblighi Mifid (diverso però il caso delle *Initial Exchange Offering*, nelle quali le piattaforme selezionano e si fanno in vario modo garanti delle informazioni e valutazioni delle imprese emittenti)».

ISSN 2036-7821

Si tratta di diversi ambiti caratterizzati dal comune denominatore dell'impiego delle nuove tecnologie, che investono ormai tutti i settori della vita umana, dall'intrattenimento (*Facebook*[3], *Twitter* ecc.) alle attività contrattuali (basti pensare all'uso sempre più frequente di *Amazon*), ai rapporti con la pubblica amministrazione (come accaduto ad es. nella erogazione delle prestazioni sanitarie durante l'emergenza del Covid), al governo del territorio (come nel caso delle città digitali) ecc.

In tal senso, si è giustamente rilevato che ormai la realtà analogica e digitale coesistono, perché l'ambiente in cui l'uomo ormai è immerso è in gran parte di tipo informatico e siamo, dunque, innanzi ad un nuovo "*umanesimo digitale*"[4].

2. Dal Crowdsourcing al crowdfunding.

Nell'ambito di quest'ampia cornice, in questo studio si concentrerà l'indagine sull'uso delle piattaforme elettroniche come strumento per la realizzazione del fenomeno del *crowdsourcing* o meglio del *crowdfunding*.

I due termini hanno in comune il ricorso alla folla mediante piattaforme *online*.

Nel primo caso tale strumento è finalizzato, come è stato rilevato, in un'attività partecipativa online: «*in cui un individuo…propone ad un gruppo degli individui…l'assunzione volontaria di un compito*»[5].

---

[3] Come noto anche l'uso dei social è stato recentemente al centro dell'attenzione delle Autorità di garanzia dei mercati e della concorrenza. Sul tema si cfr. ad es. M. MIDIRI, *Le piattaforme e il potere dei dati (facebook non passa il reno)*, in *Dir. dell'Informazione e dell'Informatica, n. 2/2021*, p. 116, secondo cui: «*Facebook* subordina l'utilizzo dei social all'accettazione di un "pacchetto" che prevede l'unione e l'elaborazione dei dati generali usando non soltanto *Facebook*, ma anche *Whatsapp* e *Instagram* e consultando siti terzi. Su questa combinazione forzata (dinanzi alla quale l'utente non ha altra scelta se non quella di prendere o lasciare) si è soffermato l'Ufficio federale cartelli il quale, dopo un'istruttoria iniziata nel 2016 e conclusasi nel 2019, ha contestato al gigante di Menlo Park di usare e combinare senza il valido consenso dell'utente (art. 6 e 7 GDPR) i dati generali accedendo alla piattaforma con quelli off *Facebook*, imponendo condizioni generali di contratto non eque, che rafforzano la posizione di dominanza e configurano un abuso di sfruttamento…e l'ha condannata ad un *facere* e cioè a modificare i *terms of service*, nella parte in cui condizionano l'erogazione del servizio all'acquisizione dei dati *off Facebook*, usati e combinati senza il valido consenso dell'utente con quelli generati usando *Facebook*». Tuttavia, la Commissione Europea e la Corte di Giustizia hanno, invece, sostenuto nel caso "Google/DoubleClick" (Comm. UE, COMP/M.4731,11.3.2008, par. 368) e nella sentenza "Asnef-Equifax paragr. 56" (Cort. Giust. UE, terz. Sez., sent. 23.11.2006, C-238/05, ECLI:EU:C:2006:734) che le violazioni della normativa sulla data protection non rientrano nel diritto alla concorrenza.

[4] Per un approfondimento sul tema dell'umanesimo digitale si suggerisce: J. NIDA-RUMELIN, N. WEIDENFELD, *Umanesimo digitale. Un'etica per l'epoca dell'Intelligenza Artificiale*, Franco Angeli, Milano, 2019, p. 90 e *ss.*; C. COLOMBO, A. DONADIO, A. GALARDI, V. MARINI, L. SOLARI, *The human side of digital. Era digitale, capitale umano, nuovi paradigm*, Guerini Next, Milano, 2015. Una prospettiva prettamente filosofico-giuridica è resa da: A. PUNZI, *Difettività e giustizia aumentata. L'esperienza giuridica e la sfida dell'umanesimo digitale*, in *Ars interpretandi*, 26(1), 2021, pp. 113-128; Id., *L'umanesimo digitale e la lezione della pandemia ai giuristi*, in *Luiss Open*, 25 maggio 2020. Inoltre, secondo N. JURGENSON: «il potere dei social media di penetrare drammaticamente nella nostra vita quotidiana, così come la quasi ubiquità delle nuove tecnologie come i telefoni cellulari, ha costretto tutti noi a concettualizzare il digitale e il fisico; *on* e *offline*» in *Digital Dualism versus Augmented Reality*, 24 febbraio 2011. Disponibile su: https://thesocietypages.org/cyborgology/2011/02/24/digital-dualism-versus-augmented-reality/.

ISSN 2036-7821

Si tratta di uno scambio tra un soggetto proponente e molteplici altri soggetti che sostengono l'iniziativa con aiuti intellettuali, sociali e/o economici, espressione di una forma di collaborazione sia *top-down*, sia *bottom-up*.
Nel secondo caso, invece, il ricorso alla folla attraverso le piattaforme informatiche è finalizzato alla raccolta del capitale e serve, essenzialmente, a mettere in contatto gli imprenditori con gli investitori.
In un certo senso, si può dire che attraverso questo mezzo si è radicalmente trasformato il ruolo dei consumatori, che da soggetti passivi del processo di produzione e vendita, sono stati, invece, trasformati in soggetti attivi, che attraverso la disponibilità a sostenere l'iniziativa, si atteggiano ad investitori co-produttori o co-creatori coinvolti sin dalla fase progettuale.
Tuttavia, non si esclude che, considerate anche le eventuali finalità filantropiche, talvolta le due forme possano essere abbinate, ovvero che i sostenitori siano disposti a contribuire non soltanto economicamente, ma anche personalmente offrendo assistenza, consulenza, supporti materiali come uffici o organizzativi, promozione commerciale ecc.[6]
Una delle prime volte in cui si fece ricorso a questo strumento risale al 1884, quando il giornalista Joseph Pulitzer utilizzo il suo quotidiano per raccogliere donazioni necessarie al fine di realizzare il piedistallo della Statua della Libertà, ma si tratta di uno strumento che può trovare applicazione nelle più diverse forme per realizzare iniziative oltre che nel campo del giornalismo partecipativo, anche nell'ambito delle iniziative imprenditoriali più innovative, nel settore informatico, in quello culturale (cinema, musica, beni culturali), nell'ambito di interventi filantropici per sostenere le popolazioni bisognose in seguito a tragedie umanitarie o nei confronti dei paesi in via di sviluppo (micro credito), nonché di programmi d'intervento pubblici di politica sociale, rigenerazione urbana e della ricerca scientifica[7].

3. Il crowdfunding nel settore privato e/o pubblico.
Inoltre, si distinguono diversi campi di applicazione del *crowdfunding*.
Da un lato, infatti, si riscontra l'uso di questi strumenti per la realizzazione di iniziative promosse da soggetti privati di tipo imprenditoriale[8] o solidaristico e

[5] Così cfr. E. ESTELLES-AROLAS e F. GONZALES-LADRON-DE-GUEVARA, *Towards an integrated crowdsourcing definition*, in *Journal of Information science*, 2, 38, 2012, p. 197 e ss.
[6] Si cfr. G. Gagliardi e A. TONELLA, *Crowdfunding: una nuova frontiera per la raccolta di capitali*, in *Amm. & Fin.*, n.11/2013, p. 57.
[7] I principi cardine su cui si fonda il *crowdfunding* sono stati individuati ed illustrati da Alberto Falossi nel cd. Manifesto Kapipalista: 1. I tuoi amici sono il tuo capitale. 2. I tuoi amici realizzano i tuoi sogni, 3. Il tuo capitale dipende dal numero di amici. 4. Il tuo capitale dipende dalla fiducia. 5. Il tuo capitale aumenta con il passaparola.
[8] In merito all'individuazione dei soggetti che sono legittimati a presentare delle offerte per la raccolta del capitale di rischio si cfr. l'art. 50*ter* del T.u.f., nonché il regolamento Consob: «Sulla raccolta di capitali tramite portali on-line», delibera n. 18592 del 26.6.2013 e ss. mm., dove all'art. 2, lett. c), per la definizione di "offerente" si elencano i seguenti soggetti: «01. le piccole e medie imprese, come definite dall'art.2, paragrafo n.1, lett. f), primo

ISSN 2036-7821

dall'altro, invece, si rileva anche l'impiego di questa formula per la raccolta di fondi è talvolta lanciata da enti pubblici per la realizzazione di progetti e/o di opere pubbliche.

In generale, la disponibilità del pubblico a finanziare un'iniziativa rappresenta sicuramente un barometro attendibile del livello di gradimento, che tale progetto è in grado di riscuotere per la collettività.

La tecnologia, inoltre, sta dispiegando un ruolo sempre più cruciale anche sotto il profilo della partecipazione al governo e alla gestione dell'attività pubblica, considerato che la disponibilità dei cittadini a pagare per determinati servizi e/o beni, come è stato già rilevato, rappresenta una "*nuova forma di educazione civica partecipativa*"[9].

Una delle ragioni che spinge la collettività a partecipare anche economicamente a tali iniziative è la possibilità, che attraverso di essi s'intravede, di incidere sui processi decisionali, che investono la qualità della propria vita, quando gli interventi riguardano programmi che incidono sul proprio territorio.

Da un lato, in questo modo, si coinvolgono nei processi democratici molte persone, specie ad es. i più giovani, che altrimenti non prenderebbero parte ai percorsi politici

---

alinea, del Regolamento (UE) n.2017/1129 del 14.06.2017, organizzate in forma societaria secondo il diritto di uno Stato membro dell'Unione Europea o aderente agli accordi sullo Spazio Economico Europeo; 1. la società *start-up* innovativa, compresa la *start-up* a vocazione sociale, come definite dall'art. 25, co. 2 e 4, del decreto e la *start up* turismo prevista dall'art. 11-*bis* del d.l. 31.5.2014, n. 83, conv. con modif. dalla l. 29.7.2014, n. 106, che rispetti i limiti dimensionali di cui al numero 01; 2. la piccola e media impresa innovativa (P.I. Innovativa), come definita dall'art. 4, comma 1, del d.l. 24.1.2015, n.3, convertito con modif. dalla l. 24.3.2015, n. 33; 3. l'organismo d'investimento collettivo del risparmio (OICR) che investe prevalentemente in piccole e medie imprese; 4. la società di capitali che investe prevalentemente in piccole e medie imprese».

In dottrina, per una differenza tra *Start-up* e Pmi innovative si cfr. M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. comm*., 2015, 969 e I. CAPELLI, *L'equity based crowdfunding e i diritti del socio*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2014, 1; nonché O. CAGNASSO, *Note in tema di start up innovative, riduzione del capitale e stato di rischio (Dalla nuova alla nuovissima SRL*), 2014, *http//:www.orizzontideldirittoccommerciale.it/media/24074/cagnasso-_o.pdf*.

Degna di nota è la previsione contenuta nell'art. 36, co. 2*bis* e ss., del decreto Crescita 2019, laddove si prevede che il Ministero dell'Economia e delle Finanze adotti un regolamento, sentita la Banca d'Italia, la Consob e l'IVASS, finalizzato all'istituzione dei cd. *Sand-box*, cioè porti sicuri dove ammettere imprese che presentino un progetto innovativo nell'ambito in particolare del settore *Fin-Tech*, per consentire loro di confrontarsi con i consumatori reali in una fase di sperimentazione prima di essere regolamentati attraverso l'adattamento della normativa generale. In tal senso, la norma suindicata sancisce che: «Al fine di promuovere e sostenere l'imprenditoria, di stimolare la competizione nel mercato e di assicurare la protezione adeguata dei consumatori, degli investitori e del mercato dei capitali, nonché di favorire il raccordo tra le istituzioni, le autorità e gli operatori del settore, il Ministro dell'economia e delle finanze, sentiti la Banca d'Italia, la Commissione nazionale per le società e la borsa (CONSOB) e l'Istituto per la vigilanza sulle assicurazioni (IVASS), adotta, entro centottanta giorni dalla data d'entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto, uno o più regolamenti per definire le condizioni e le modalità di svolgimento di una sperimentazione relativa alle attività di tecno finanza (*FinTech*) volte al perseguimento, mediante nuove tecnologie quali l'intelligenza artificiale e i registri distribuiti, dell'innovazione di servizi e di prodotti nei settori finanziario, creditizio, assicurativo e dei mercati regolamentati».

[9] Si cfr. E. ZUCKERMAN, *New Media, New Civics?*, in *Policy & Internet*, 6(2), 2014, p. 156.

ISSN 2036-7821

tradizionali, dall'altro tale forma di partecipazione democratica appare, parzialmente, frustrata dall'ostacolo del contributo economico richiesto.
Il sistema del *crowdfunding* può, dunque, rappresentare con tutti i limiti del caso un nuovo strumento informatico volto a ricucire lo scollamento tra istituzioni e cittadini, causato dalla mancanza di fiducia della collettività nei confronti della classe politica.
In tal senso, basti pensare al sempre crescente livello di astensionismo che si registra da anni in tutte le procedure elettorali, alla contestuale crescita di movimenti estranei ai circuiti politi tradizionali come le "Sardine" o fenomeni come quello sorto intorno alla persona di Greta Thumberg.
La sfiducia nei confronti delle istituzioni è così diffusa e frequente tale da mettere ormai in discussione l'idea stessa della tenuta del patto originario e/o del "*contratto sociale*", sul quale si fondavano gli obblighi assunti dai consociati e i conseguenti vincoli giuridici, nonché i relativi diritti.
La fuga dalla (cattiva) politica è, del resto, evidente ove si consideri che a essa fa da contraltare la crescita inversamente proporzionale dell'impegno nelle attività di carattere sociale, civiche e/o solidaristiche; negli ultimi anni, infatti, l'Istat ha rilevato un aumento esponenziale del numero dei cittadini che hanno deciso di dedicare il proprio tempo e le proprie risorse in favore delle finalità solidaristiche coltivate all'interno dei diversi soggetti (associazioni, *onlus*, imprese sociali ed enti) impegnati nel terzo settore.

4. L'equity-crowdfunding: un'alternativa ai mercati finanziari.

La raccolta di fondi *online*, naturalmente, rappresenta una forma di finanziamento alternativa a quelle offerte dai mercati finanziari, anche da questo punto di vista, dunque, la strada della piattaforma telematica è un percorso nuovo che consente ai soggetti, che molto probabilmente non ricorrerebbero agli strumenti tradizionali offerti dal sistema finanziario, di conseguire quel sostegno necessario per realizzare le proprie iniziative imprenditoriali e/o solidaristiche.
Gli scandali e le crisi finanziarie[10] degli ultimi anni hanno, certamente, accresciuto la sfiducia nei confronti del sistema bancario e finanziario[11] e agevolato la ricerca di

[10] Come ricorda M. CLARICH, *Autorità di vigilanza sul mercato finanziario*, in *Enc. dir. - Annali*, V, 2012, 152, il costituente con l'art. 47 «ha inteso proteggere il risparmio "in tutte le sue forme". Questa formula fu pensata soltanto per il settore creditizio colpito dalla crisi economica e finanziaria degli anni 30 del secolo scorso, con i salvataggi bancari operati dallo Stato, ma è atta, in realtà, a coprire una gamma molto più ampia di relazioni finanziarie nelle quali è coinvolta la massa dei consumatori». Tra gli scandali più significativi si possono annoverare tra i tanti: il *Wall Street Crash* del 1929; la *Credit Crisis* del 2007 e gli scandali Libor del 2011 al 2016.

[11] La Banca d'Italia ha più volte evidenziato la correlazione esistente tra regolamentazione, fallimenti del mercato, economia sommersa e la crisi di fiducia riposta negli operatori del settore. Sul punto si è ricordato che: «dalla crisi del 2008 al 2020 a livello globale sono state inflitte sanzioni per circa *USD* 46,6 miliardi (circa USD 120.345.220 in Italia) in seguito a provvedimenti adottati dalle Autorità di Vigilanza per violazioni commesse dalle istituzioni finanziarie». Pertanto, la Banca d'Italia e la Consob hanno richiesto l'introduzione di una funzione di verifica della conformità delle norme, per implementare la fiducia negli operatori del mercato, in tal

ISSN 2036-7821

soluzioni che consentissero di non rivolgersi agli attori principali dei mercati (le banche e gli intermediari finanziari). La disintermediazione, ovvero l'assenza di un intermediario tra domanda e offerta di capitale, avrebbe del resto dovuto anche contribuire ad abbassare i costi delle transazioni.
Ben presto, tuttavia, si sono comprese anche le insidie che si nascondevano in questa diversa opportunità offerta dalle nuove tecnologie, che non assicurava nessuna garanzia o tutela dei soggetti che investono in operazioni di finanziamento per la raccolta di capitale di rischio (*equity - crowdfunding*).
La materia è stata disciplinata in Italia per la prima volta con il d.l. 18 ottobre 2012[12], n. 179, che ha introdotto l'art. 50quinquies nel d.lgs. 24.2.1998, n. 58, con il quale si è stabilito che l'attività di raccolta di capitali e dell'offerta di quote e azioni è di competenza oltre che dei soggetti autorizzati ai relativi servizi d'investimento, anche dei soggetti iscritti in un registro tenuto a cura della Consob.
Con il limite che questi ultimi dovranno trasmettere gli ordini relativi la compravendita o sottoscrizione di strumenti finanziari, rappresentativi del capitale, esclusivamente alle banche e agli altri soggetti autorizzati[13].

5. Il potere regolamentare della Consob.
Sin dall'inizio il legislatore ha demandato alla Consob il potere di regolamentare i principi ed i criteri in merito alla formazione del registro finalizzato all'individuazione dei soggetti ammessi all'espletamento di quest'attività, con particolare riferimento alle condizioni o i requisiti necessari per richiedere l'iscrizione, le cause di sospensione, radiazione e riammissione, le incompatibilità, le regole di condotta da rispettare nel rapporto con gli investitori.
Similmente allo stesso organismo è stato affidato il potere di vigilanza sul rispetto da parte dei gestori della normativa, nonché la facoltà di convocare gli amministratori, i sindaci e il personale, richiedere atti, documenti, informazioni ed eseguire ispezioni[14].
La Commissione nazionale ha, dunque, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e ss. mm.[15], un Regolamento sulla "*Raccolta di capitali tramite portali online*", in attuazione dell'artt. 1, co. 5 *novies*, 50-quinquies e 100-*ter* del t.u.f.

---

senso con il ruolo del Compliance Manager nell'ambito del FinTech sarà fondamentale l'autoiniziativa e l'orientamento al cambiamento per anticipare l'emanazione delle norme e dei regolamenti specifici, così A. AMOROSINO, *Le regolazioni pubbliche delle attività economiche nell'area telematica*, *Riv. trim. dir. ec.*, n.1/2017, p.21, richiamato da M. ALECCI, *Compliance Manager: visione prospettica, Strumenti e strategie di finanza innovativa. A supporto della liquidità ed accesso al credito, Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali*, Torino, 2021, p. 304.

[12] In particolare, con il suo art. 30.

[13] In tal senso, la norma prevede che a tali soggetti non si applichino le disposizioni della parte II, titolo II, capo II e dell'art. 32 del medesimo d.lgs. n. 58/98.

[14] Così l'art. 50 *quinquies* d.lgs. n. 58/98, co. 5 e 6, mentre il successivo co. 6*bis* prevede che: «La Consob adotta le disposizioni attuative dell'art. 4 *undecies*».

[15] Successivamente il regolamento Consob è stato modificato con deliberazione n. 19520 del 24.2.2016, n. 20204 del 29.11.2017, n. 20264 del 17.1.2018, n. 21110 del 10.10.2019 e n. 21259 del 6.2.2020.

ISSN 2036-7821

Si tratta di una disciplina dedicata inizialmente all'*equity-crowdfunding*, concepito come canale di raccolta del capitale di rischio rivolto nei confronti delle piccole-medie imprese, sia nelle forme delle società a responsabilità limitata e sia delle società per azioni, al fine di agevolarne l'accesso al mercato dei capitali.
Questo strumento, infatti, oltre ad abbassare notevolmente i costi delle transazioni, esonera le società emittenti dalla predisposizione del prospetto informativo[16].
Tale agevolazione è parzialmente bilanciata dalla contestuale apposizione di un limite massimo di otto milioni di euro per consentire l'operazione di *crowdfunding*[17], nonché dall'attenzione che il gestore dovrebbe riporre nella selezione delle iniziative accolte nel suo portale anche per non perdere la propria reputazione.
L'iscrizione all'interno del registro per i soggetti che intendano svolgere l'attività di cui all'art. 50-quinquies del T.u.f. è soggetta ad autorizzazione da parte della Consob, che dovrà verificare la titolarità di una polizza assicurativa a copertura di eventuali danni, derivanti ai clienti nell'esercizio dell'attività suddetta, compresi eventuali indennizzi, nonché il possesso dei requisiti di onorabilità e professionalità per i soggetti che detengono il controllo e/o che svolgono funzioni di amministrazione e/o direzione.
Inoltre, si prescrive l'obbligo di informare gli investitori sulle modalità di selezione delle proposte o l'affidamento di tale attività a terzi[18], sui rischi di perdere anche tutto il capitale investito e d'illiquidità[19], sulle notizie e i relativi aggiornamenti e tutte le circostanze idonee a incidere sulle operazioni, anche verificatesi

[16] Una delle principali differenze tra questo strumento ed il servizio di collocamento è individuabile nella circostanza che in quest'ultimo il responsabile non soltanto cura direttamente i rapporti con l'emittente, ma lo assiste nella predisposizione del prospetto informativo e lo sottoscrive assumendosi nei confronti dell'investitore la responsabilità della correttezza delle informazioni al pari dell'emittente (cfr. art. 94 T.u.f.). Cfr. F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, *Giur. Comm.*, n.2/2017

Sul punto si è evidenziato che: «gli strumenti finanziari sono soggetti rispettivamente alla disciplina Mifid e Prospetto in quanto capaci, per il loro carattere di negoziabilità e trasferibilità, di circolare tra più mani e rappresentare un corrispettivo di beni e servizi, mentre gli investitori in prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari non trovano – in ambito europeo – tutele equivalenti. L'UE ha, recentemente, richiesto la predisposizione di un foglio informativo sintetico per gli investitori anche in caso di offerte di prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari e certe regole di condotta, ma solo per i prodotti più complessi e rischiosi (Priips), così continuando a lasciare scoperte servizi e prodotti che richiederebbero invece forme minime di tutela per i clienti», così E. MACCHIAVELLO, *Fintech. Spunti per una regolazione ottimale*, in *Mercato Concorrenza Regole*, *n.* 3/2019, p. 451.

[17] Sul punto si cfr. l'art.100-*ter*, comma 1, t.u.f., nonché l'art. 100, co. 1, lett. c), Reg. Consob. Al riguardo si è osservato che tale limitazione consente di ricomprendere le operazioni nell'ambito di quelle per le quali non occorre redigere il prospetto informativo, ma l'emittente potrà «predisporre un documento sostitutivo, costituito da una scheda informativa di lunghezza non superiore a cinque pagine in formato A4 (art. 16 e allegato 3 Reg. Consob *Crowdfunding*)», così U. MINNECI, *La raccolta tramite piattaforme digitali di capitali di rischio o di debito da parte delle PMI*, in *Algortimi, Big Data, piattaforme digitali*, (a cura di) AA.VV., Torino, 2021, p. 275.

[18] Cfr. art. 14. Reg. Consob.

[19] Cfr. art. 15 Reg. Consob.

ISSN 2036-7821

successivamente all'investimento[20], sul fatto che l'offerta non è stata sottoposta alla Consob e che l'unico responsabile è il soggetto emittente[21].
Similmente si dispone che l'investitore debba aver preso visione del materiale informativo in tema d'*investor education*, abbia fornito tutte le «informazioni in merito alla propria conoscenza ed esperienza per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che gli strumenti finanziari oggetto di offerta comportano», nonché di acquisire la dichiarazione secondo cui il soggetto «è in grado di sostenere economicamente l'eventuale intera perdita dell'investimento»[22].
Sono, tuttavia, noti i limiti di un sistema finanziario basato sull'idea che la trasparenza e le informazioni sull'intervento siano una misura sufficiente per tutelare l'investitore, è evidente che il dogma secondo cui una volta informato quest'ultimo sia capace di cavarsela da solo risulti ormai superato.

6. L'introduzione del lending-crowdfunding e la normativa comunitaria.
Successivamente, con alcune modifiche al t.u.f., la l. 30.12.2018, n. 145[23] ha esteso il ventaglio delle operazioni realizzabili mediante le piattaforme per l'approvvigionamento di capitali *on-line* introducendo anche «la raccolta di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle PMI».
La disciplina ha introdotto una rilevante distinzione tra l'*equity crowdfunding* e il *lending crowdfunding*, atteso che per quest'ultimo si è stabilito che la sottoscrizione di obbligazioni e titoli di debito nei confronti degli investitori non professionali è riservata a «particolari categorie di investitori eventualmente individuate dalla Consob», prescrivendo al riguardo che tale raccolta dovrà, comunque, essere effettuata in un'area del portale distinta rispetto a quella dedicata al capitale di rischio[24].
Sul punto, dunque, l'autority, ha delineato la sfera dei soggetti non professionali autorizzati a investire in tale forma di *crowdfunding* nei confronti di coloro: *a)* che abbiano un portafoglio di valore superiore a duecentocinquantamila euro; *b)* che s'impegnino a investire almeno centomila euro in un'offerta, dichiarando di essere consapevoli dei rischi dell'investimento; *c)* che sottoscrivano l'investimento nell'ambito di un rapporto di consulenza in materia finanziaria o di gestione del portafogli[25].

[20] Cfr. art. 16, co.1, Reg. Consob.
[21] Cfr. all. n. 3 Reg. Consob.
[22] Cfr. art. 15 Reg. Consob.
[23] Al riguardo, sono stati modificati il comma 5-novies dell'art. 1 e aggiunto il comma 1-*ter* nel testo dell'art. 100-*ter* del t.u.f.
[24] In tal senso si cfr. l'art. 100*ter*, co. 1*ter*, del d.lgs. n. 58/1998.
[25] Così art. 24, co. 2-quarter, Reg. Consob, comma aggiunto con delibera n. 21110 del 10.10.2019, che nel successivo comma 2 *quinquies* ha inoltre disposto che: «Ai fini dell'accertamento della qualità d'investitore

ISSN 2036-7821

Il diritto comunitario è intervenuto sul tema soltanto di recente[26], con il Regolamento UE 2020/1503 recante la disciplina "*relativa ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*" (d'ora in poi Regolamento *crowdfunding*), adottando un'impostazione differente, che non sembra fondata sulla distinzione tra le due tipologie di *crowdfunding*, quella che consiste nell'offerta al pubblico di «quote di partecipazione al capitale di rischio (*equity-based*) di un'impresa in forma societaria» e quella che, invece, prevede l'erogazione, da parte degli investitori e in favore delle imprese, «di prestiti anche sotto forma di obbligazioni o titoli di debito (*lending-based)*».

Al centro, infatti, della disciplina comunitaria si pone la funzione di servizio, da declinare sia nell'attività di «intermediazione nella concessione dei prestiti» e di «collocamento di valori mobiliari e altri strumenti» ovvero di un servizio di «ricezione e trasmissione di ordini di clienti» concernente le offerte contenute nel portale [27].

Si è, dunque, diffusa la convinzione che in quest'ambito si associno spesso diversi servizi[28], alcuni dei quali del tutto sovrapponibili ai noti servizi d'investimento, disciplinati dalla direttiva Mifid2, e altri, invece, aggiuntivi e strumentali, come la selezione delle offerte da promuovere sul portale o ad es. la gestione delle bacheche elettroniche per pubblicizzare i prodotti offerti, nonché la valutazione del rischio dei progetti.

Ebbene, pur escludendo la diretta applicabilità della disciplina Mifid2, la regolamentazione speciale di questi servizi ricalca, sia pure in maniera semplificata, molte delle regole di condotta già applicate nel settore dei servizi d'investimento.

La normativa comunitaria, inoltre, si segnala per aver aperto l'impiego di tali strumenti non soltanto nei confronti dei valori immobiliari, che mediante la

---

rientrante nella categoria indicata al comma 2 *quater*, lettera a) il soggetto interessato presenta al gestore una o più dichiarazioni rilasciate da banche o imprese d'investimento da cui risulta che il valore del portafoglio di strumenti finanziari di cui al testo unico. Ai fini della qualità d'investitore rientrante nella categoria di cui al comma 2 quater lettera c), l'intermediario finanziario produce una dichiarazione da cui risulti che sta effettuando l'investimento per conto di un cliente, nell'ambito di un servizio di gestione del portafoglio; nel caso in cui l'investimento sia effettuato nell'ambito di un servizio di consulenza ricevuto, il soggetto interessato presenta al gestore la dichiarazione di adeguatezza rilasciata dall'intermediario che ha prestato il servizio».

[26] Regolamento UE 2020/1503 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 7 ottobre 2020, recante la disciplina: «*Relativa ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese*».

[27] Cfr. art. 2 , co.1, lett. a) reg. Ue n. 1503/2020, nonchè sul punto S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding prime considerazioni*, *NLCC* n.3/2021, p. 271, secondo cui a livello europeo si deve all'ESMA la proposta di «assimilazione del *crowdfunding* al servizio di ricezione e trasmissione di ordini, sul presupposto che l'attività di abbinamento degli interessi dei potenziali investitori e dei titolari dei progetti sia quella che maggiormente caratterizza l'operatività delle piattaforme, anche se nella prassi è frequente la prestazione, da parte dei gestori dei portali, di ulteriori servizi e attività nei confronti dei propri clienti».

[28] In dottrina si era già formato un indirizzo rivolto a evidenziare la centralità del servizio di collocamento, in tal senso ad es. A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta dei capitali di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca borsa tit. cred*., 2014, I, p. 709; N. DE LUCA, *Crowdfunding e quote dematerializzate di s.r.l.? Prime considerazioni*, in *Leggi civ*., 1, 2016; M. COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, *Banca Borsa Titoli di credito*, n.4/2015, p. 473.

ISSN 2036-7821

trasferibilità consentono di uscire agevolmente dall'investimento, ma anche a "*altri strumenti*"[29].
Tale estensione è stata, giustamente, interpretata come volta ad includere in questi investimenti anche le quote di società a responsabilità limitata[30].
Tuttavia, il recepimento interno della disciplina ha mostrato non poche incertezze sul tema, considerato che ha espunto dal testo normativo il termine "*quote*", che era posto al fianco delle "*azioni*" nell'ambito della categoria degli altri strumenti ammessi al *crowdfunding*[31].

7. *L'effetto virale e il carattere imperativo dei divieti regolamentari.*
L'uso del *crowdfunding* è preferito quando, piuttosto che cercare un unico soggetto finanziatore, si preferisce rivolgere la richiesta di finanziamento nei confronti di una pluralità di soggetti, tra i quali sono ricompresi anche i familiari, gli amici e tutte le persone cui i proponenti sono legati, ma non si esclude anche la partecipazione di altri soggetti pubblici e privati raggiungibili dall'uso della tecnologia *web*.
Per questa ragione esso risulta particolarmente idoneo per promuovere progetti imprenditoriali in settori *high-tech* o ad alto coinvolgimento emotivo ad es. nel campo musicale, sportivo o artistico, nonché ambientale.
Il successo di questa forma di finanziamento sarebbe dovuto, oltre al basso costo delle transazioni telematiche e alle favorevoli condizioni economiche offerte dalle diverse piattaforme, anche dal cd. "*effetto virale*".
Molti portali hanno, infatti, lanciato delle campagne di promozione dei progetti anche gratuite, senza ostacolare l'accesso alle loro proposte da parte dei soggetti potenzialmente interessati, consentendo, dunque, a tutti coloro che erano dotati di una connessione internet di sostenere le diverse iniziative.
Quando, pertanto, un navigatore approva un progetto oltre a finanziarlo tende a condividere quella scelta attraverso tutti i suoi contatti della comunità *on-line* di cui fa parte, si genera così un effetto virtuoso a catena, perché anche quando non si può

[29] Nel 13° considerando, si cfr. ancora S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding prime considerazioni*, *cit.*, p. 271.

[30] In dottrina si è evidenziato che: «in ragione del divieto di rappresentare con azioni le quote di s.r.l. (anche se *Start-up*) queste non possono essere qualificate come strumenti finanziari, né quali valori mobiliari ai sensi della direttiva MiFID. Ne consegue che il *crowdfunding* in Italia può avere ad oggetto prodotti finanziari che non sono strumenti finanziari», così F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, n.2/2017, p. 252.

[31] Si cfr. ancora S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding prime considerazioni*, *cit.*, p. 271, secondo cui: «il riferimento alle quote, accanto alle azioni, scompare infatti nella definizione di «altri strumenti ammessi al *crowdfunding* contenuta nel corpus dell'articolato normativo. Il confronto tra le diverse versioni del regolamento sembra avvalorare un'interpretazione estensiva della fattispecie, idonea a comprendere non soltanto le azioni ma anche le quote di s.r.l., purchè liberamente trasferibili e non soggette a restrizioni riguardanti le modalità di offerta. Una lettura coordinata dell'intero testo del provvedimento giustifica infatti l'interpretazione del mancato riferimento alle quote nella disposizione definitoria come possibile difetto di coordinamento».

ISSN 2036-7821

sostenere economicamente il progetto, che si apprezza, si finisce con il promuovere tale campagna all'interno dei *social* cui si partecipa e così all'infinito.
L'analisi della disciplina regolamentare ha, tuttavia, dimostrato che il rapporto tra emittente e gestore del portale non risulta, completamente, demandato all'autonomia privata.
Non è possibile, infatti, ad esempio allocare il rischio del successo o dell'insuccesso dell'operazione nei confronti del gestore del portale, atteso che le parti possono soltanto concordare che il compenso che l'emittente deve al gestore è in tutto o in parte collegato al pieno o parziale raggiungimento dell'obiettivo della campagna promozionale.
Ma tale strumento non potrà mai essere utilizzato vincolando il gestore alla stregua dei servizi di collocamento in senso stretto, per i quali è, ad esempio, prevista anche la possibilità che il collocatario si assuma l'obbligo di conservare la titolarità dei titoli finanziari non trasferiti.
Come è stato rilevato[32], infatti, un'eventuale pattuizione di questo tipo sarebbe da considerarsi nulla, perché in contrasto con il principio normativo che riserva tali attività soltanto nei confronti delle banche e altri intermediari autorizzati.
Inoltre, il Regolamento Consob vieta espressamente ai gestori di inserire sul portale delle raccomandazioni in favore di una delle diverse offerte pubblicate sul proprio sito, atteso che ciò potrebbe alterare l'evoluzione fisiologica delle diverse campagne, favorendone qualcuna a discapito delle altre.
Pertanto, il rispetto di tale divieto impone di riservare a tutte le offerte il medesimo spazio nell'ambito della propria vetrina digitale, senza aggiungere nessuna considerazione frutto di una valutazione imputabile ad un'analisi dei rischi effettuata dal medesimo gestore.
Anche sotto tale profilo, dunque, una clausola che imponesse di inserire una raccomandazione in favore di un emittente, dovrebbe inficiare parzialmente il contratto, comportando l'effetto della sua caducazione.
Inoltre, il gestore rischierebbe d'incorrere nelle sanzioni pecuniarie e di quelle prescritte dalla Consob[33] in caso di violazione delle regole di condotta, tra le quali

[32] Così F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, *cit.*, p. 239.
[33] Cfr. art. 23 Regolamento Consob, secondo cui: «1. Fermo restando quanto previsto dall'articolo 190-*quater* del Testo Unico in materia di sanzioni pecuniarie, la Consob dispone:
a) la sospensione da uno a quattro mesi dell'attività del gestore in caso di grave violazione delle regole di condotta previste dal titolo III;
b) la radiazione dal registro in caso di: 1) svolgimento di attività di facilitazione della raccolta di capitale in assenza delle condizioni previste dall'articolo 24 ovvero per conto di soggetti diversi dagli offerenti; 2) contraffazione della firma dell'investitore su modulistica contrattuale o altra documentazione informatica ovvero analogica; 3) acquisizione, anche temporanea, della disponibilità di somme di denaro ovvero detenzione di strumenti finanziari di pertinenza di terzi; 4) comunicazione o trasmissione all'investitore o alla Consob di informazioni o documenti non rispondenti al vero; 5) trasmissione di ordini riguardanti la sottoscrizione di strumenti finanziari non autorizzati dall'investitore; 6) mancata comunicazione dell'avvenuto esercizio

ISSN 2036-7821

sono ricomprese la sospensione del gestore dall'attività e la cancellazione dal registro[34].

8. Gli obblighi informativi e le responsabilità.

La disciplina concernente gli obblighi informativi si diversifica a seconda che l'offerta sia contenuta in un portale di un soggetto già autorizzato all'esercizio dell'attività finanziaria (banca o intermediario finanziario) oppure invece si tratti di un soggetto iscritto soltanto nel registro dei portali.

In quest'ultimo caso, infatti, essendo soggetto a trasmettere l'ordine a banche e imprese di investimento, il portale non è tenuto ad effettuare la verifica del livello di esperienza e di conoscenza dell'investitore rispetto al tipo di sottoscrizione che intende effettuare, ma dovrà soltanto acquisire l'attestazione di non superamento delle soglie d'investimento di cui al Regolamento Consob[35].

Ove, invece, il portale esercitasse tale facoltà, dovrà verificare «il livello di esperienza e di conoscenza necessario per comprendere le caratteristiche essenziali e i rischi che l'investimento comporta»[36]. Esperito tale accertamento, il gestore dovrà avvisare il cliente quando l'investimento non è risultato "*appropriato*" per lo stesso.

Tale verifica costituisce, comunque, una condizione necessaria al fine di consentire l'accesso dell'investitore all'interno dell'area del portale in cui è possibile sottoscrivere le diverse offerte[37].

Nel caso in cui, invece, il gestore non intenda procedere alla verifica diretta[38], tale valutazione dovrà essere esperita dai soggetti autorizzati (banche o intermediari) che, ricevendo e dovendo perfezionare gli ordini, applicheranno le regole dettate dalla parte II del t.u.f.[39], ciò come è stato rilevato pone anche dei problemi di coordinamento con la disciplina del Regolamento Consob[40].

---

dell'investitore, del diritto di recesso, ai sensi dell'art. 13, comma 5, o di revoca, ai sensi dell'articolo 25; 7) reiterazione dei comportamenti che hanno dato luogo a un provvedimento di sospensione adottato ai sensi della lettera c); 8) ogni altra violazione di specifiche regole di condotta connotata da particolare gravità.

2. Per ciascuna delle violazioni individuate nel comma 1, lettere c) e b), la Consob, tenuto conto delle circostanze e di ogni elemento disponibile, può disporre, rispettivamente, la sanzione immediatamente superiore o inferiore».

[34] Infine, si ricorda che il gestore è tenuto a inoltrare le adesioni ricevute ai soggetti autorizzati, come banche e intermediari, ma non può procedere direttamente a effettuare le operazioni che sono riservate a tali soggetti.

[35] Così l'art. 17, co. 5. In tal senso, F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *op.cit.*, p. 242, che in merito evidenziano che in questa ipotesi il gestore, considerata la minore responsabilità, riceverà un compenso inferiore; nonchè P. CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'equity crowdfunding*, in *NGCC*, n. 4/2020, p. 939.

[36] Così l'art. 13, co.5 *bis*, del medesimo Regolamento Consob.

[37] Così ancora P. CUZZOLA, *op. cit.*, p. 939.

[38] In tal senso, si cfr. l'art. 13, co. 5-*ter*, secondo cui: «qualora il gestore non effettui direttamente la verifica prevista dal comma5-*bis*, si applica l'art.17,co. 3».

[39] In merito, l'art. 17.co. 3, stabilisce che: «I soggetti che ricevono e perfezionano gli ordini operano nei confronti degli investitori nel rispetto delle disposizioni applicabili contenute nella Parte II del testo Unico e nella relativa disciplina di attuazione, qualora ricorrano le seguenti condizioni: a) gli ordini siano impartiti da investitori-persone fisiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquecento euro per singolo ordine e a mille euro

ISSN 2036-7821

Il rinvio alla disciplina del T.u.f. potrebbe indurre a supporre che in questa ipotesi il controllo sia più penetrante, invece, dal confronto con le diverse normative si desume che in realtà si tratta dal punto di vista oggettivo della medesima attività di verifica sull'appropriatezza dell'operazione, la quale si distingue dalla precedente soltanto per la natura più qualificata del soggetto responsabile[41].

9. *In particolare il lending-crowdfunding.*

Il *lending-based crowdfunding* ricomprende diverse tipologie di prestiti, rilasciati attraverso l'uso delle piattaforme inizialmente da privati in favore di altri privati *peer* to *peer*, nelle forme del *peer to consumer* (P2C ovvero ai privati) o del *peer-to-business* (P2B ovvero alle imprese)[42], successivamente coinvolgendo anche soggetti istituzionalmente preposti (ad es. nel caso *dell'equity club deals* ovvero di piattaforme per gruppi ristretti d'investitori professionali).

Il fenomeno in esame si è, dunque, diffuso a macchia d'olio inglobando svariate modalità di finanziamento con il comune denominatore della pluralità di soggetti finanziatori individuati *on-line*[43].

---

considerando gli ordini complessivi annuali; b) gli ordini siano impartiti da investitori-persone giuridiche e il relativo controvalore sia superiore a cinquemila euro per singolo ordine e diecimila euro considerando gli ordini complessivi annuali…5. Il gestore che non effettua direttamente la verifica proposta dall'art. 13, comma 5-*bis*, acquisisce dall'investitore, con modalità 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 dal comma 3. A tal fine rilevano gli importi degli investimenti per il tramite del portale al quale sono trasmessi gli ordini nonché gli altri portali».

[40] Si cfr. P. CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'equity crowdfunding*, *cit.*, p. 939, secondo cui: «l'art. 22 T.u.f. prescrive la separazione patrimoniale di quanto riconducibile all'intermediario e le somme di quest'ultimo detenute quali strumenti finanziari e…somme di denaro dei singoli clienti" ed in merito evidenzia che: "Il gestore iscritto nella sezione speciale del registro, che può provvedere anche al perfezionamento degli investimenti, ove proceda in tal senso, sarà tenuto, pur con una soglia minima di valore dell'investimento, all'osservanza delle disposizioni di derivazione Mifid e di cui alla parte II del T.u.f., secondo la previsione esplicita dell'art. 17 del Regolam. Consob».

[41] Così F. ACCETTELLA, N. CIOCCA, *Emittente e portale nell'equity-based crowdfunding*, in *Giur. Comm.*, n.2/2017, p. 243 e ss., secondo cui nei confronti di tali soggetti è richiesto un grado di diligenza molto più elevato.

[42] Si cfr. L. LUNARDI, *Strumenti e strategie di finanza innovativa. A supporto della liquidità ed accesso al credito, Algoritmi, Big Data, piattaforme digitali*, Torino, 2021, p. 296, secondo cui con il *peer-to-peer lending* si realizza un prestito personale senza un'autorità centrale di controllo e senza l'intermediazione di un intermediario finanziario, mediante: «il sistema decentralizzato della *blockchain*», che consente «a ciascun server di detenere una copia del registro delle transazioni verificate. Con i protocolli di transazione computerizzati (*smart-contract*) l'esecuzione dei termini e delle clausole contrattuali è autorizzata e garantita fino al termine dell'accordo. I nuovi modelli di rating, elaborati dagli algoritmi delle piattaforme, oltre alla tradizionale valutazione economico finanziaria, ottenibile da riscontro di dati contabili e fiscali degli esercizi passati (dati storici a consuntivo), prendono in considerazione e valorizzano in particolare gli aspetti qualitativi intangibili delle imprese, le loro strategie e potenzialità di crescita, desumibili dai canali social sia dell'azienda che dei soci e degli amministratori. L'analisi dei big data dà un valore al carattere innovativo dell'azienda, estrapolando tutte le informazioni reperibili online sulle attività svolte dall'impresa R&D, l'eventuale iscrizione nel Registro delle *Start-up* e PMI innovative, le coperture assicurative sottoscritte, l'esistenza di certificazioni della qualità, gli investimenti in proprietà industriale ed intellettuale» ecc.

[43] La catalogazione di queste diverse tipologie di *lending-crowdfunding* si trova in così cfr. E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia,* in *Banca borsa Titoli di Credito*, n. 1/2018, p. 63.

ISSN 2036-7821

Anche in questa tipologia di *crowdfunding* le piattaforme offrono spesso servizi aggiuntivi, tra i quali ad esempio si possono annoverare la valutazione del merito creditizio dei soggetti richiedenti, interrogando la centrale dei rischi e/o mediante l'impiego di algoritmi volti a processare le informazioni tratte dai *big* data o ricevute dai soggetti interessati[44], talvolta anche con l'assegnazione di un *credit score* o la distribuzione dei soggetti nelle diverse categorie di rischio.
I gestori, generalmente, in Italia non offrono garanzie sulla restituzione delle somme prestate e non si assumono responsabilità sulla correttezza e veridicità delle informazioni ricevute dai diversi soggetti richiedenti.
Nel Regno Unito, invece, le piattaforme prevedono dei fondi volti a ricoprire le eventuali perdite dovute all'inadempimento dei prestatari, nonchè in caso di crisi sistemica e garantiscono spesso delle forme di rendimento.
Si è inoltre osservato[45] che, essendo il rapporto tra gestore delle piattaforme e clienti inquadrabile nell'ambito del contratto di mandato, queste sono tenute al rispetto soltanto delle regole dell'ordinaria diligenza nella scelta delle richieste di prestito da pubblicare e nel recupero dei crediti, ma non rispondono per false dichiarazioni o mancato aggiornamento dei dati o per eventuali inadempimenti.
Inoltre, si ravvisano rischi anche per i richiedenti i quali, in assenza della protezione giuridica offerta nell'ambito delle operazioni effettuate dagli operatori professionali, potrebbero essere ingiustamente discriminati o vittime di abusi di potere.

10. Conclusioni e profili di tutela dell'investitore on-line.

In conclusione, l'analisi della regolamentazione pubblica ha consentito di individuare numerosi limiti all'esercizio della sfera dell'autonomia privata, atteso che dal regolamento Consob si desume un quadro che limita la libertà contrattuale degli emittenti e dei gestori.
Al riguardo, si distinguono, infatti: a) attività esclusivamente riservate alle banche e gli intermediari autorizzati, come il collocamento o la vendita dei titoli finanziari; b) attività vietate, come la possibilità di inserire delle raccomandazioni finanziarie in favore di alcune offerte; c) attività che possono (la selezione delle offerte) o devono essere affidate a terzi (il collocamento dei titoli); d) obbligazioni imputabili al gestore anche in assenza della relativa clausola contrattuale (ad es. gli obblighi informativi) e o regole di condotta.

[44] L'uso dell'algoritmo sta trovando applicazione anche per consentire la diversificazione del rischio, al fine di distribuire gli importi da investire in piccole quote tra le diverse richieste in base ad una serie diversa di parametri tra i quali: «gli obiettivi di rendimento e propensione al rischio del prestatore, della categoria di rischio del richiedente così come, eventualmente, di altri fattori (durata, tasso di interesse, settore di attività)», così cfr. E. MACCHIAVELLO, *La problematica regolazione del lending-based crowdfunding in Italia, cit.*, p. 65.
[45] *Ibidem.*

ISSN 2036-7821

In particolare, in quest'ultima categoria si segnala l'obbligo generale di agire con «diligenza, correttezza e trasparenza, evitando che gli eventuali conflitti d'interesse che potrebbero insorgere nello svolgimento nell'attività di gestione di portali incidano negativamente sugli interessi degli investitori e degli offerenti e assicurando la parità di trattamento dei destinatari delle offerte che si trovino in identiche condizioni».
In merito, il gestore è tenuto a individuare preventivamente quali potrebbero essere le ipotesi scatenanti tale conflittualità e a prevedere, altresì, le contromisure e/o le procedure idonee a impedire e/o gestire tali vicende.
Soltanto, in via subordinata, ove le misure adottate risultino inidonee «*con ragionevole certezza*» a evitare i rischi del conflitto, il gestore potrà comunicare quali sono le cause di tali conflitti e quali sono le misure adottate allo scopo.
La medesima norma regolamentare considera obbligatorio da parte del gestore anche «il rendere disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'offerente, affinché gli stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi ad essi connessi e prendere le decisioni in materia d'investimenti in modo consapevole».
Naturalmente il contratto d'investimento, effettuato tramite la piattaforma elettronica, può essere considerato uno *smart contract* ovvero un contratto di commercio elettronico e qualora sia coinvolto un consumatore troverà applicazione la disciplina sul commercio a distanza dei servizi finanziari di cui agli artt. 67bis e ss. Cod. cons. parzialmente derogato dalla disciplina *dell'equity crowdfunding*.
In tal senso, ad esempio, depone la disciplina del Regolamento Consob, nella parte in cui s'impone al gestore l'obbligo di assicurare all'investitore non professionale il diritto di recedere, gratuitamente, dall'investimento entro sette giorni decorrenti dalla data dell'ordine[46].
Si tratta, infatti, di un'ipotesi corrispondente a quella riconosciuta dall'art. 67-duoduecies del cod. del cons. in favore dei consumatori a distanza, con l'unica differenza dell'applicazione di un termine dimezzato.
Come noto, generalmente, la violazione delle regole informative non produce un vizio d'invalidità del contratto[47], ma comporta soltanto una responsabilità risarcitoria

[46] Così l'art. 13.
[47] Per un inquadramento recente e completo sul tema, si cfr. L. LAMBO, *Obblighi di protezione*, Padova, 2007. La dottrina, in proposito, ha parlato di principio di non interferenza tra i giudizi di validità e i giudizi di risarcimento, in tal senso ad es., F. SANTORO PASSARELLI, *Dottrine generali nel diritto civile*, Napoli, 91 ed., rist., 1997; nonché G. D'AMICO, *Regole di validità e regole di comportamento nella formazione del contratto*, *Riv. dir. civ.*, 2002, 1, 37; A. Di MAJO, *L'esecuzione del contratto*, Milano, 1967. La tesi dominante ha sempre affermato l'assoluta autonomia della sfera della condotta ovvero dei comportamenti che i soggetti devono seguire, e la sfera della

ISSN 2036-7821

in capo ad es. al professionista, tuttavia l'art. 67-septiedecies[48], co. 4, cod. cons., rappresenta un'eccezione al principio[49].

Si è, dunque, sostenuto che proprio in quest'ambito la violazione degli obblighi informativi potrebbe sfociare in una causa d'invalidità del contratto[50], atteso che la pubblicazione sul sito di notizie carenti, erronee o inesatte relative all'investimento, potrebbe impedire la formazione di un consenso consapevole alla sottoscrizione dell'investimento.

Lo stesso risultato potrebbe dipendere anche dal mancato controllo del gestore sulla presa visione del materiale sull'educazione all'investimento predisposto dalla Consob oppure dalla mancata acquisizione della dichiarazione di sostenibilità dell'intera somma investita.

---

validità, che contiene, invece, l'indicazione dei parametri ovvero dei precetti da osservare per la struttura degli atti.

La distinzione naturalmente si riverbera anche sulla diversa tipologia di rimedi, che l'ordinamento prevede con riferimento alla violazione delle due distinte categorie di norme: mentre, infatti, l'inosservanza delle regole di comportamento può dar luogo a una tutela risarcitoria; la violazione delle norme sulla validità degli atti può, invece, comportare un giudizio d'invalidità.

[48] L'inversione dell'impostazione tradizionale appare evidente dall'esame della disposizione introdotta dall'art 67 - *septies decies* del d.lgs. 6 settembre 2005, n. 206, recante la disciplina del Codice del consumo, nell'àmbito della quale si prescrive il rimedio della nullità: «nel caso in cui il fornitore ostacola l'esercizio del diritto di recesso da parte del traente ovvero [...] viola gli obblighi d'informativa precontrattuale in modo da alterare in modo significativo la rappresentazione delle sue caratteristiche».

[49] Occorre dar conto di una tendenza evolutiva secondo cui la distinzione tra norme di validità e norme di comportamento starebbe sbiadendo e sarebbe in atto un fenomeno di trascinamento del principio di buona fede sul terreno del giudizio di validità dell'atto, si cfr. V. SANGIOVANNI, *Commento alla Cass.*, 11 dicembre 2007, n. 26725, *Contratti*, 3, 2008, 237, dove si afferma che l'errore e il dolo possono determinare l'annullamento: «per quanto riguarda l'errore si può immaginare che la combinazione delle informazioni fornite e di quelle non fornite dall'intermediario finanziario spingano - nel loro complesso - l'investitore a rappresentarsi…una situazione diversa da quella reale (cfr. art. 1428 c.c.). Si può poi pensare che la violazione delle norme di comportamento (in particolare la scorretta politica informativa) dell'intermediario sia dovuta non a semplice colpa dello stesso, ma a dolo. L'investitore potrebbe essere indotto a concludere il contratto dalle affermazioni fatte dalla banca. Ricorrono allora i presupposti per l'annullamento per dolo (art. 1439 c.c.). Il raggiro può realizzarsi anche mediante una semplice omissione informativa».

Anche in assenza d'una norma espressa, del resto, negli ultimi anni, soprattutto nel settore degli obblighi informativi dell'attività d'intermediazione finanziaria, si è sviluppato un orientamento giurisprudenziale che considera la violazione delle regole di condotta non soltanto fonte di possibile responsabilità risarcitoria, ma anche causa potenziale d'invalidità del contratto (si cfr. Cassazione, 12.1.1991, n. 257, *Mass Giust. civ.*,1991, 1; Trib. Pinerolo, 14.10.2005, *Giur. it.*, 2006, n. 521, con nota di G. COTTINO.

[50] In tal senso, P. CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'equity crowdfunding*, *cit.*, p. 9 secondo cui: «con specifico riferimento *all'equity crowdfunding* potrebbe verificarsi con maggiore probabilità una tra le ipotesi descritte dalla summenzionata disposizione: gli obblighi d'informativa precontrattuale potrebbero non essere rispettati dal gestore, determinando un'alterazione della rappresentazione delle caratteristiche degli strumenti consigliati. Costituisce violazione degli obblighi nella fase precontrattuale la pubblicazione, da parte del gestore, di notizie non corrette o non chiare, fuorvianti od omissive rispetto a quelle fornite dall'offerente, con conseguente non comprensione della natura dell'investimento da parte degli investitori e adozione di decisioni non consapevoli…Le conseguenze invalidanti operano in quanto il negozio tra gestore e investitore è concluso a distanza».

ISSN 2036-7821

Si tratterebbe d'ipotesi di violazione delle regole della buona fede nelle trattative finalizzate alla conclusione del contratto ex art. 1337 c.c., e considerata la natura a distanza del contratto il vizio comporterebbe l'invalidità dell'atto e non la semplice responsabilità risarcitoria del gestore.

In merito, si possono anche richiamare le numerose pronunzie che hanno considerato nullo il contratto d'acquisto di strumenti finanziari concluso in violazione dei doveri di comportamento, prescritti ai soggetti abilitati che devono: «a) comportarsi con diligenza, correttezza e trasparenza, per servire al meglio l'interesse dei clienti e per l'integrità dei mercati»[51], parte della giurisprudenza ha evidenziato l'inderogabilità di tali precetti e affermato che essi contengono norme imperative[52].

L'introduzione di eventuali ipotesi di nullità virtuale è stata fondata sulla convinzione che gli obblighi informativi, gravanti sugli intermediari finanziari, risultino strumentali alla protezione dell'ordine pubblico economico[53] rispetto al «perseguimento degli interessi pubblici di rango costituzionali (art. 47 cost.), quali la tutela dei risparmiatori *uti singuli*, del risparmio pubblico, della stabilità del sistema finanziario e dell'efficienza del mercato». L'esame della disciplina dimostra, infatti, che il legislatore non si è preoccupato soltanto della tutela degli investitori, ma ha anche previsto di realizzare alcuni interessi pubblici fondamentali, atteso che l'attività di vigilanza ha per obiettivi: «a) la salvaguardia della fiducia nel sistema finanziario; b) la tutela degli investitori; c) la stabilità e il buon funzionamento del sistema finanziario; d) la competitività del sistema finanziario; e) l'osservanza delle disposizioni in materia finanziaria»[54].

La Cassazione a SS.UU., tuttavia, in presenza di orientamenti giurisprudenziali divergenti, ha escluso da tempo che la sanzione della nullità prevista espressamente, dall'art. 67 septies decies, co. 4, del Codice del consumo possa essere estesa analogicamente all'ipotesi di violazione dell'art. 21 d.lg. n. 58 del 1998[55].

---

[51] Così l'art. 21 del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

[52] In giurisprudenza si cfr. Cass., 12 gennaio 1991, n. 257, *Mass. giust. civ.*, 1991, 1; Cass., 11 maggio 1977, n. 1817, *CED on line*; nonché piú di recente, Trib. Pinerolo, 14 ottobre 2005, *Giur. it.*, 2006, 521, con nota di G. CORTINO. In merito la dottrina aveva già sostenuto che le regole di validità e di comportamento hanno un fondamento unitario individuabile nell'art. 1337 c.c.; in tal senso, si cfr. R. SACCO e G. DE NOVA, *Il contratto, I,* in *Tratt. dir. civ.*, diretto da R. SACCO, Torino, 1993, 355.

[53] Così Trib. Brindisi, 18.8.2006, n. 701, *dejure.it*; nonché Trib. Cagliari, 11.1.2006, *Resp. Civ. e prev.*, 2007, 6, 1418 co nota di A. LUMINOSO.

[54] Così l'art. 5, co. 1, del d.lg. n. 58 del 1998.

[55] Si è anche osservato che dalle disposizioni di carattere speciale non si può ricavare l'esistenza di un principio di portata generale. In secondo luogo, il d.lg. n. 58 del 1998 ha in numerose ipotesi sanzionato con la nullità la violazione delle sue prescrizioni, sì che, se ciò non è accaduto nel caso di specie, evidentemente, non è dipeso da una dimenticanza, ma dalla volontà di regolamentare tale situazione diversamente. Infine, sulla circostanza che non si deve attribuire nessuna rilevanza alla violazione delle norme indicate, considerato che l'adozione di comportamenti, in contrasto con gli obblighi informativi, non incide sulla struttura e sul contenuto del contratto, e pertanto non ne comporta la nullità si cfr. V. SANGIOVANNI, *op. cit.*, secondo cui: «il carattere sempre più frammentario e sempre meno sistematico della moderna legislazione impone molta cautela nel dedurre da

ISSN 2036-7821

In tale sede, dunque, pur riconoscendo il carattere imperativo delle disposizioni in esame, si è esclusa l'applicazione analogica della norma introdotta nel Codice del consumo nei confronti delle altre ipotesi, atteso che: «le regole di comportamento nella prestazione dei servizi d'investimento non attengono alla struttura o all'oggetto del contratto, ma si collocano nella fase delle trattative o nella fase esecutiva e sono finalizzate a consentire all'investitore la valutazione della convenienza dell'operazione. La loro violazione da parte dell'intermediario non determina, pertanto, la nullità del contratto quadro o del singolo ordine d'acquisto, bensì la responsabilità precontrattuale del soggetto abilitato»[56].

Sotto altro profilo, occorre osservare che l'attività del gestore si differenzia da quella di un soggetto autorizzato all'espletamento dei servizi di collocamento, atteso che mentre il secondo è considerato responsabile per l'eventuale falsità o carenza delle informazioni, salvo dimostri di aver impiegato un livello elevato di diligenza per verificare la completezza e l'autenticità dei dati, il primo invece ha un ruolo più marginale.

In tal senso, infatti, si deve evidenziare che ancora una volta il regolamento Consob interviene sul punto: da un lato stabilendo che in materia al gestore spetta rendere «disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'offerente» e dall'altro che «*l'offerente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite*».

---

singole norme di settore l'esistenza di nuovi princìpi per predicarne il valore generale e per postularne l'applicabilità anche in settori e in casi diversi da quelli espressamente contemplati da singole disposizioni».

[56] La Cass., sez. un., 19 dicembre 2007, n. 26725, in altri termini, non ammette che in sede d'intermediazione finanziaria, la violazione degli obblighi di natura informativa possa tradursi in una nullità, poiché questi si collocano in una fase antecedente o successiva alla stipulazione del contratto, e non entrano a far parte della disciplina contrattuale «ma non si esclude che possa, invece, invalidare il contratto, poiché: dal fondamentale dovere che grava su ogni contraente di comportarsi secondo correttezza e buona fede – immanente all'intero sistema giuridico, in quanto riconducibile al dovere di solidarietà fondato sull'art. 2 Cost., e sottostante a quasi tutti precetti legali di comportamento delle parti di un rapporto negoziale – il codice civile fa discendere conseguenze che possono, a determinate condizioni, anche riflettersi sulla sopravvivenza dell'atto (come nel caso l'annullamento per dolo o violenza, della rescissione enorme o della risoluzione per inadempimento) e che in ogni caso comportano responsabilità risarcitoria (contrattuale o precontrattuale), ma che per ciò stesso non sono evidentemente mai considerate tali da determinare la nullità radicale del contratto».

In tal senso, V. SANGIOVANNI, *Commento a Cass., sez. un., 27 dicembre 2007, n. 26725*, *Contratti*, 3, 2008, 231; in giurisprudenza, si cfr. Trib. Milano, sez. VI, 22 gennaio 2008, n. 872, Giustizia a Milano, 2008, 2, 10, in cui si afferma che la violazione delle obbligazioni poste dall'art. 21, t.u.f.: «è inidonea a cagionare la nullità a elementi intrinseci della fattispecie negoziale, relativi alla struttura o al contenuto del contratto», nonché così ad es., Trib. Trani, 10 ottobre 2006, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, 5, 621, con nota di TUCCI; nonché: «In caso di contratto di acquisto di titoli obbligazionari, la violazione da parte dell'intermediario degli obblighi di correttezza, diligenza e trasparenza previsti dall'art. 21 d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, e dagli artt. 28 e 29 delibera Consob 1 luglio 1998, n. 1152 non comporta la nullità ex art. 1418 c.c. del contratto di vendita, in quanto tali comportamenti sono estranei al regolamento negoziale» così Trib. Lucca, 20 gennaio 2007, n. 92, *Juris data on line*.

ISSN 2036-7821

Naturalmente si possono verificare anche delle violazioni nella fase cd. contrattuale ovvero dell'accesso al portale e della sottoscrizione delle offerte, che sfociano quindi in veri inadempimenti contrattuali.
In questa seconda categoria sono stati ricompresi dei casi, tra i quali ad esempio la mancata garanzia del diritto di recedere oppure i rischi connessi all'uso della tecnologia informatica.
Sotto questo punto di vista, infatti, il sistema si avvale di un algoritmo per raccogliere i dati, condividerli con la rete e gestirli, non possono, dunque, escludersi errori che si possono verificare nella fase della progettazione del *software* utilizzato oppure di *blackout* nella fase della promozione e gestione delle offerte, o ancora un cattivo sistema di sicurezza che comporti problemi di *data-protection*[57].
Pertanto, quando, un'offerta sottoscritta viene trattata, registrata e trasmessa mediante misure non adeguate si realizza un inadempimento degli obblighi di cui all'art. 18 del reg. Consob, secondo tale disposizione, infatti: «il gestore assicura la riservatezza delle informazioni acquisite dagli investitori in ragione della propria attività, salvo che nei confronti dell'offerente e per le finalità connesse con il perfezionamento dell'offerta, nonché in ogni altro caso in cui l'ordinamento ne imponga o ne consenta la rivelazione».

[57] Si cfr. ancora P. CUZZOLA, *Ruolo e profili di responsabilità del gestore del portale nell'equity crowdfunding*, *cit.*, p. 941, secondo cui: «i danni potrebbero anche provenire da rischi operativi, i quali aumentano in assenza di controlli sul sistema di gestione del portale (e delle singole offerte) e potrebbero generare situazioni di manomissione d'informazioni o un blackout del sistema di raccolta delle adesioni in violazione degli obblighi previsti dall'art. 18 del regolamento».

ISSN 2036-7821