

Introduzione

Lo scopo di questa dissertazione è analizzare i punti salienti della regolamentazione del fenomeno del *crowdfunding* alla luce della recente emanazione del regolamento (UE) 1503/2020 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, relativo ai fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese. L'interesse per il tema consegue alla constatazione delle diverse risposte normative dei paesi europei che hanno caratterizzato il panorama del fenomeno negli ultimi anni, influenzandone lo sviluppo nei rispettivi mercati. Da tale constatazione nasce lo stimolo per approfondire, dal punto di vista giuridico, il dibattito che si è creato attorno alle modalità predisposte dall'Unione europea e dagli Stati membri per regolamentare tale fenomeno.

È in riferimento a questa circostanza che si delinea l'obiettivo di questo lavoro: risalire alle cause poste a fondamento del processo evolutivo della regolamentazione, in particolar modo analizzando il caso dell'Italia e della Francia, così da individuare in quali modalità la normativa nazionale si è adeguata in maniera differente alla successione delle congiunture economiche e degli eventi giuridico-istituzionali degli ultimi anni.

L'analisi affronta un'ampia porzione sull'evoluzione dell'ordinamento finanziario comunitario. Si è avuto modo di verificare come lo sviluppo del regime giuridico del *crowdfunding* negli Stati membri sia strettamente dipendente con l'evoluzione della disciplina europea del mercato dei capitali e delle attività finanziarie in generale. Quest'ultima, negli ultimi anni, si è caratterizzata da significative aree di vuoto normativo e da differenze, spesso profonde, tra i vari ordinamenti nazionali soprattutto in sede di interpretazione delle regole. Da tale premessa, si ha avuto modo di comprendere la ragione della frammentazione delle normative nazionali in materia di *crowdfunding* che si sono poste ad ostacolo, fin dalla sua origine, della sua prestazione transfrontaliera. Va premesso che il focus di questo lavoro è incentrato sul diritto nazionale italiano e francese: numerosi spunti di riflessione originati dallo studio dei modelli normativi di tali paesi. Per altro, è proprio da tale studio che è stato possibile tracciare le coordinate fondamentali per comprendere le ragioni poste a fondamento dell'intervento delle Istituzioni europee per la creazione di una disciplina omogenea per i fornitori di servizi di *crowdfunding*.

Con l'obiettivo di creare un ordine ideologico per la comprensione di un tema che coinvolge molteplici e diversificate discipline, ho pensato di strutturare il lavoro cercando di individuare in un primo momento le caratteristiche fondamentali delle piattaforme di *crowdfunding* con l'obiettivo di analizzare i punti critici che hanno condizionato l'evoluzione della normativa di riferimento. A questo proposito ho suddiviso l'analisi del tema mediante un inquadramento generale del caso di studio per poi dedicarmi all'analisi dell'evoluzione dell'ordinamento finanziario comunitario, con particolare interesse al Regolamento (UE) 1503/2020, e della normativa italiana e francese.

Il primo capitolo è focalizzato sulle cause primarie che hanno comportato la nascita di nuove forme di finanziamento alternative ai canali tradizionali, tra cui il *crowdfunding*, incrementate dalla crisi finanziaria del 2007 e incoraggiate anche dall'avvento dell'innovazione digitale applicata alla finanza - comunemente nota come *Fintech* - e del paradigma economico-tecnologico delle piattaforme digitali. L'analisi prosegue con una proposta definitoria che si elabora con diverse tassonomie del fenomeno alle quali si sono affiancate nel tempo modelli ibridi frutto di un miglioramento di quelle già esistenti.

Il secondo capitolo è dedicato al *crowdfunding* europeo ovvero all'evoluzione dell'ordinamento finanziario comunitario, in particolare al processo di armonizzazione europea del diritto, e all'analisi delle tendenze di regolazione del fenomeno negli Stati membri attraverso una loro divisione in tre fondamentali casi di studio. Un'attenzione specifica è dedicata allo studio del regolamento (UE) 1503/2020 per quanto riguarda: la definizione del servizio di *crowdfunding*, l'autorizzazione ad operare come fornitore di servizi nonché le regole di condotta e gli obblighi informativi caratterizzanti la gestione delle piattaforme.

L'intero terzo capitolo è riservato all'analisi della normativa in Italia e Francia, in merito alla quale si tenta di tracciare un percorso evolutivo che permetta di evidenziarne le particolarità di entrambe. Da qui è nata la proposta di un'analisi comparativa della normativa italiana e francese dalla quale è stato possibile evincerne le rispettive potenzialità e i limiti, così da comprendere il loro successivo adeguamento al regolamento (UE) 1503/2020 nonché il recepimento della direttiva (UE) 2020/1504 del Parlamento

europeo e del Consiglio, del 7 ottobre 2020, che modifica la direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari.

Particolarmente utili per la comprensione della materia sono stati i testi di M.T. Paracampo, *Fintech: introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, per la comprensione dell'assetto del settore finanziario degli ultimi anni e per gli spunti offerti sul ruolo del *Fintech* e delle piattaforme digitali; P. Messina *Crowdfunding e finanza alternativa*, per un'analisi delle diverse tipologie di *crowdfunding* e una proposta per la configurazione delle rispettive operazioni. Per la comprensione dell'evoluzione dell'ordinamento finanziario europeo e le tendenze di regolazione negli Stati membri è stato particolarmente utile il contributo di E. Macchiavello, *La modifica al regolamento Consob in materia di equity crowdfunding alla luce dell'evoluzione del diritto finanziario europeo e delle tendenze di regolazione dell'investment-based crowdfunding in Europa*, nonché le riflessioni di S. Corso, *Il regolamento sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, per individuare le particolarità del regolamento (UE) 1503/2020. Per un'analisi della normativa italiana e francese mi sono rivolta a numerose riviste giuridiche, aggiornate sulle ultime modificazioni in atto. In questo senso per la normativa italiana è stato particolarmente utile il testo di A. Pavan, *Il crowdfunding*, mentre per la normativa francese X. Delpech, *Nouvelle réforme du cadre législatif du financement participatif*.

CAPITOLO I

Le piattaforme di *crowdfunding*

SOMMARIO: 1. Digitalizzazione finanziaria e il ruolo chiave delle piattaforme – 2. La configurazione delle operazioni di *crowdfunding* – 3. Nascita ed evoluzione del fenomeno – 4. Le diverse tipologie di *crowdfunding* – 4.1 I quattro modelli tradizionali e la tendenza all'ibridazione verso nuovi modelli.

1) Digitalizzazione finanziaria e il ruolo chiave delle piattaforme

La crisi finanziaria globale del 2007 nonché l'avanzamento del processo di digitalizzazione delle attività economico-sociali ha profondamente influenzato l'assetto dell'intero settore finanziario, in particolare per quanto concerne le modalità con cui sono gestite le transazioni. Infatti, dall'innovazione digitale applicata alla finanza - comunemente denominata *Fintech*¹ - non solo ne consegue una maggiore operosità degli scambi, ma anche un'estensione delle modalità di allocazione delle risorse secondo nuovi schemi concettualmente più vicini al mercato di capitali, anziché alle strutture proprie dell'intermediazione finanziaria².

In sostanza, infatti, la comparsa del *Fintech* può incrementare la concorrenza e scoraggiare le rendite di posizione degli intermediari consueti, a beneficio di vari interpreti del sistema relativo. In particolare, i cittadini possono godere di migliori requisiti di accesso ai mercati

¹ Con il termine *Fintech*, derivante dalla crasi dei termini *Financial Technology*, si indica un macro fenomeno che racchiude diverse articolazioni o fattispecie accomunate dal fatto di essere considerate «*as financial activities wich provide an added value by means of digital technology*» PARACAMPO M.T., *Fintech tra algoritmi, trasparenza e algo-governance*, in *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, 2019, fasc.2. Nonostante manchi una definizione univoca del fenomeno, quelle più accreditate sono fornite dal *Financial Stability Board* (FSB) nonché dall'*European Banking Authority* (EBA). Ne offre un'accurata analisi SERAFIN G., «*Fintech: tra piattaforme di crowdfunding, valute virtuali e contrasto del riciclaggio*», in *Ricerche giuridiche*, 2019, fasc.8, p.119 e ss.

² L'esigenza di nuove forme di finanziamento, in alternativa ai canali bancari, è dovuta dalla difficoltà delle imprese e, più in particolare degli individui, di ottenere fonti attraverso le più classiche forme di raccolta, in uno scenario caratterizzato dal c.d. *credit crunch* a seguito della crisi finanziaria iniziata nel 2007 (e ancora nel 2012 diffusa in Europa). Per un'approfondita ricostruzione in chiave giuridica della realtà economica a seguito della crisi finanziaria, si veda CAPRIGLIONE F., TROISI A., «*L'ordinamento finanziario dell'UE dopo la crisi: la difficile conquista di una dimensione europea*», Utet, Milano, 2014.

sfuggendo eventualmente all'esclusione finanziaria determinata, in precedenza, da una bassa disponibilità patrimoniale. Mentre per le imprese, specialmente medio-piccole, lo sviluppo di capitali alternativi a quello bancario può dar vita a situazioni di crescita ora ristrette dalle complessità di accesso al credito bancario e ai mercati finanziari.

In effetti, ciò che ha stimolato maggiormente questa modernizzazione del settore finanziario è stato l'avvento del paradigma economico-tecnologico della piattaforma. Dapprima divulgatosi nelle scienze informatiche per indicare la base *hardware* e/o *software* su cui poter attuare operazioni *software*, il termine piattaforma viene oggi correntemente usato per descrivere ogni mediatore che si interpone tra elementi appartenenti a due o più gruppi diversi, in mercati bilaterali o multilaterali (c.d. *two-sided* o *multi-sided markets*)³. Nello specifico, la piattaforma consiste in un servizio a carattere triangolare che permette a molteplici fruitori di essere connessi tra loro e di esercitare svariate attività, tra cui la produzione e/o scambio di beni e/o servizi in un mercato virtuale (c.d. *marketplace*) secondo meccanismi di scambio che le sono propri.

A fondamento del crescente sviluppo delle piattaforme di *Fintech* vi sono due ordini di benefici legati alla natura delle piattaforme stesse. Il primo di questi interessa gli utenti che, in base ai servizi forniti dalla piattaforma, giovano della riduzione dei costi di transazione. Infatti, le piattaforme sono in grado di raccogliere ed elaborare informazioni dettagliate sui prodotti da parte dei fornitori e sulle preferenze da parte degli acquirenti svolgendo dunque un ruolo attivo nella creazione di opportunità di scambio nel mercato (c.d. funzione *market-making* delle piattaforme) e consentendo un più efficace incontro tra domanda ed offerta (c.d. *matching*).⁴ Non in ultimo, gli utenti traggono vantaggi anche degli effetti rete (c.d. *network effects*) definiti come l'accrescimento di utilità che l'accesso ai servizi della piattaforma da parte di uno o più consumatori genera per gli altrui utenti⁵.

³ Così O'CONNOR D., SCHRUERS M., *Against Platform Regulation*, in *Conference of Oxford Internet Institute*, 2016

⁴ Ne offre un'accurata analisi FALCE V., GHIDINI G., OLIVIERI G., *Informazione e big data tra innovazione e concorrenza*, Giuffrè, Milano, 2018, p.78 e ss.

⁵ Gli *network effects* vengono considerati proporzionali al quadrato del numero di utenti di una determinata rete (c.d. Legge Mercalfe) e possono avvantaggiare, secondo intensità variabili, sia i soggetti appartenenti al medesimo gruppo e/o lato di mercato (c.d. effetti rete diretti) sia gli utenti appartenenti ad un altro gruppo

Il secondo ordine di vantaggi interessa, invece, il gestore della piattaforma che, in aggiunta ai ricavi da mandato per il servizio e/o i servizi resi, si avvale della possibilità di accedere e controllare i dati relativi alle operazioni compiute tramite piattaforme da parte dei consumatori grazie all'impiego di tecnologie sempre più efficaci ed efficienti⁶. I dati così analizzati e archiviati sono incanalati nel ciclo di assimilazione informativa delle attività offerte dalla piattaforma garantendone un futuro miglioramento⁷.

Tuttavia, questi benefici si verificano solo nel caso in cui le attività della piattaforma vengano impiegate da parte di una percentuale di utenti pari alla massa critica (c.d. *critical mass*) legata a due generi di fattori. Il primo consiste nel programmare la piattaforma in modo tale da farle acquisire e mantenere un adeguato grado di richiamo nei confronti degli utenti. In particolare, questo fattore è raggiungibile attuando un bilanciamento tra la concentrazione della gestione e qualificazione del servizio e la libera scelta degli utenti di avvalersi della piattaforma secondo modalità inaspettate o imprevedibili. Il secondo fattore consta invece nel costante controllo degli effetti rete fino al raggiungimento di quel coefficiente di attrattività, in mancanza del quale, la piattaforma non genera interesse ad essere utilizzata da possibili consumatori di altri gruppi (o lati di mercato)⁸.

A fronte dei summenzionati benefici le Istituzioni europee hanno dato inizio ad un percorso di approvazione e sostegno di *Fintech* anche in virtù delle sue possibilità nel progetto di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari. In particolare, il Parlamento europeo afferma: «Gli sviluppi in materia di *Fintech* dovrebbero contribuire allo sviluppo sulla competitività del sistema finanziario e dell'economia europea, compreso il benessere dei cittadini europei, migliorando al contempo la stabilità finanziaria e garantendo il massimo livello possibile di protezione dei consumatori»⁹.

e/o lato di mercato (c.d. effetti rete indiretti). Sul punto si veda COMMISSIONE EUROPEA, *Online Platforms and the Digital Single Market*, in *Commission Staff Working Document*, 2016.

⁶ Sulla connessione intrinseca tra *big data* e piattaforme si veda FALCE V., GHIDINI G., OLIVIERI G., *op.cit.*, p.76 e ss.

⁷ Così COMMISSIONE EUROPEA, *Proposal for a Regulation of the European Parliament and the Council on promoting fairness and transparency for business users of online intermediation services*, in *Commission Staff Working Document*, 2016.

⁸ Così CONSOB, *Verso nuove forme di intermediazione finanziaria*, in *Quaderni FinTech*, 2019, pp.225.

⁹ Così EUROPEAN PARLIAMENT, Briefing, *Financial Technology (FinTech): prospects and challenges for the EU*, 2017.

Ancora, prosegue: «La tecnologia finanziaria può condurre a notevoli benefici, tra cui servizi finanziari, per i consumatori e le imprese, migliori, più rapidi, meno costosi, più personalizzati, inclusivi, resilienti e trasparenti, e aprire la strada a molte nuove opportunità commerciali per gli imprenditori europei, nell'ambito dei servizi finanziari al dettaglio l'esperienza dei consumatori è la forza trainante degli operatori del mercato»¹⁰. Eppure, se da un lato le nuove tecnologie e la digitalizzazione dei servizi finanziari sono un'opportunità di sviluppo per gli utenti, quali diretti riceventi, e per il mercato finanziario nel suo insieme, è ugualmente vero che ogni trasformazione tecnologica porta con sé una sfida regolamentare. Anche rispetto alla constatazione che nel processo di innovazione tecnologica è coinvolta una vasta eterogeneità di imprese e dunque non vi è una naturale convergenza verso una soluzione normativa unitaria.

Dunque, il crescente progresso di digitalizzazione finanziaria sta modificando profondamente il sistema finanziario stesso provvedendo ad un generale riassetto delle relazioni tra intermediari, imprese e risparmiatori. Servizi finanziari resi con procedure e modalità tradizionali si stanno progressivamente evolvendo nella creazione di servizi che si pongono come 'alternativa' ai noti meccanismi di intermediazione, ai mercati ed alle infrastrutture. Fra le applicazioni più interessanti di simili innovazioni vi è, certamente, l'istituto del *crowdfunding* per le potenzialità offerte a supporto di obiettivi ed interessi privati ma anche generali¹¹.

2) La configurazione delle operazioni di *crowdfunding*

La difficoltà delle imprese di soddisfare il proprio fabbisogno finanziario attraverso i tradizionali canali di approvvigionamento unita al costante processo tecnologico, ha agevolato la nascita di vie di finanziamento diverse da quello bancario tradizionale, contraddistinti dall'assenza della funzione intermediatrice della banca e dalla presenza di

¹⁰ Così EUROPEAN PARLIAMENT, *op.cit.*, 2017.

¹¹ Così PARACAMPO M.T., "*Fintech: Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*", Giappichelli, Torino, 2019, p.3 e ss.

collegamenti diretti tra i titolari dell'offerta e della domanda di credito¹². In questo ambito va ascritto il fenomeno del *crowdfunding*, di recente diffusione ed in costante espansione, al quale si deve ricorrere un difficile inquadramento definitorio¹³. Così dal punto di vista concettuale e terminologico, il termine *crowdfunding*¹⁴ indica una specifica tecnica di finanziamento collettivo di progetti e interessi vari attraverso la raccolta di capitali di diversa entità tra la 'folla', ossia tra un numero indeterminato di individui, attuata grazie a piattaforme specializzate operanti sul *web*.

Il finanziamento, dunque, non proviene da un unico soggetto specializzato ma da un gruppo di soggetti (c.d. *crowdfunders*), spesso privati e non professionali, che partecipano alla realizzazione di un altrui progetto o iniziativa, in genere con cifre non elevate e per fini non sempre economici (c.d. finanziamento dal basso)¹⁵. In linea generale, non sono previsti limiti soggettivi; ad eccezione di quelli che possono essere introdotti dalle piattaforme che re-intermediano le relazioni tra le parti attraverso dei vincoli che possono essere legati alla provenienza geografica dei progettisti (come ad esempio Kickstarter), al contenuto del progetto (come ad esempio Musicraiser) o al livello qualitativo della campagna. In effetti, ciò spiega come il *crowdfunding* si basi su una dialettica diametralmente contraria rispetto a quella che rappresenta il c.d. micro credito, consistente nella cessione, da parte di un'istituzione finanziaria, di esigue somme di denaro a un numero considerevole di imprenditori¹⁶.

¹² Così IOVENO C., *Il portale dell'equity crowdfunding: un nuovo gatekeeper? Un'analisi alla luce della regolamentazione italiana e statunitense*, in *Diritto dell'informazione e dell'informatica*, 2016, p.1 e ss.

¹³ Cfr. DE QUESADA C.E., *Crowdfunding in Europe*, in *European Contract Law in the Digital Age*, Cambridge, 2018, p.103 ove si evidenzia che: «*It is difficult to give an exact definition of the term crowdfunding given that it is an evolving phenomenon*».

¹⁴ Il termine è un neologismo nonché il risultato di una parola composta: *crowd* (folla) e *funding* (finanziamento) per questo denominato "finanziamento della folla". Diversi aspetti della definizione proposta si rinvencono nel documento BOLLETTINARI A., *Il crowdfunding: la raccolta di capitale tramite piattaforme online nella prassi e nella recente legislazione*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2013, fasc.2, p.12 e ss.

¹⁵ Numerosi autori, alla luce della possibilità d'utilizzo delle piattaforme da parte di investitori privati e non professionali, sottolineano una nuova era di democratizzazione del sistema finanziario. Sul punto si veda: LUCANTONI P., *Strumenti digitali e finanza*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica n.87*, 2019, p.292 e ss.

¹⁶ Così FINK A., *Protecting the Crowd and Raising Capital Through the JOBS Act*, in *SSRN Electronic Journal*, 2012

Deve farsi presente, peraltro, che il raggruppamento di persone e la loro comunione di interessi avviene grazie all'utilizzo in maniera attiva della rete *internet*, che offre l'opportunità di usufruire di informazioni, idee e contenuti condivisi da una molteplicità di operatori. A tal riguardo, grande valore deve ricondursi alla rivoluzione del *web 2.0*, che ha consentito di trasformare *internet*, da spazio in cui gli utenti si limitano ad avere la disponibilità dei contenuti ivi presenti, a spazio in cui l'utente si confronta e offre a sua volta contenuti.

Nondimeno, i nuovi linguaggi di comunicazione hanno favorito l'eliminazione dei confini territoriali e temporali che talora ostacolavano l'interazione tra soggetti fisicamente distanti, sì da trasformare la realtà economico-sociale in uno spazio virtualmente ridotto. In tal modo, i soggetti che prendono parte agli investimenti creano una vera e propria *community* sociale¹⁷ dotata di un notevole grado di fiducia nei confronti delle attività realizzabili tramite il *web*¹⁸. Quest'ultimo, dunque, ha contribuito non solo all'affermazione di un sistema sempre più inter-connesso ma, anche a colmare le inefficienze derivanti dalla situazione di crisi delle tradizionali forme di intermediazione creditizia.

Sotto il profilo operativo, infatti, sono evidenti i potenziali benefici che le entità finanziate (specie se piccole e medie imprese) potrebbero ottenere dall'applicazione di tale

¹⁷ Più in particolare, le *communities* vengono a crearsi dalla capacità delle piattaforme di *crowdfunding* di coniugare criteri di convenienza economico-finanziaria e fattori di origine etica e cognitiva. Infatti, si sottolinea l'importanza, nel settore economico-finanziario, dell'analisi delle tecniche cognitive nonché degli studi delle neuroscienze per esaminare i rapporti contrattuali intercorrenti tra gli intermediari bancari e la relativa clientela. Sul punto si veda: TROISI A., *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in *Contratto e impresa*, 2014, fasc.2, p.519 e ss.

¹⁸ La fiducia degli utenti nei confronti delle attività realizzabili dalla piattaforma di *crowdfunding* è una sintomatica del suo successo. Sul tema della fiducia degli utenti nonché dell'utilizzo dei *social network* è interessante un esempio offerto dal Manifesto Kapipalista di Alberto Falossi, documento programmatico redatto dalla piattaforma Kapipal, in cui si sostiene: « 1) I tuoi amici sono il tuo capitale: gli amici e i contatti del tuo social network possono aiutarti a raccogliere un capitale. 2) I tuoi amici realizzano i tuoi sogni: ogni tuo contatto può dare un contributo, anche piccolo. Insieme, gli amici ti aiuteranno a realizzare i tuoi piccoli e grandi desideri, progetti, sogni. 3) Il tuo capitale dipende dal numero di amici. Tanti contributi possono costruire un grande capitale. Più contatti hai, più probabilità ci sono di raggiungere la cifra di cui hai bisogno. 4) Il tuo capitale dipende della fiducia. I contributi non arrivano automaticamente. Anche se contatti molte persone, dovrai prima guadagnare la loro fiducia, specialmente se non le conosci personalmente. 5) Il tuo capitale aumenta col passaparola. I tuoi amici possono aiutarti inviando un contributo in denaro, ma anche passando parola. Questo farà crescere il tuo social network e aumenterà le probabilità di raggiungere il tuo obiettivo» MANIFESTO KAPIPALISTA, <http://www.kapipal.com/manifesto>

meccanismo di finanziamento; tra cui, si sottolinea, la semplificazione delle operazioni di promozione delle idee imprenditoriali nonché i risparmi dei costi ottenuti dall'utilizzo di un canale di interazione diretta con il risparmiatore. Infatti, il *crowdfunding* collega direttamente chi può prestare o investire denaro con chi ha bisogno di finanziamenti senza l'ausilio dei tradizionali canali di raccolta del credito, quali banche, società finanziarie e Venture Capital, Private Equity e IPO (Initial Public Offering). Da ciò ne consegue che i soggetti tra i quali si svolge la relazione finanziaria, ossia i titolari della domanda e dell'offerta del credito, assumono entrambi un ruolo primario nell'incontro operativo che verrà realizzato al di fuori delle convenzionali logiche di intermediazione creditizia e in via telematica attraverso l'utilizzo di piattaforme *online*¹⁹. Le piattaforme di *crowdfunding*, dunque, non solo favoriscono l'unione tra domanda e offerta di finanziamento, ma permettono anche la promozione di progetti a eventuali investitori con procedure immediate e costi calmierati.

Questi ultimi vengono pubblicati sul sito *web* della piattaforma generalmente con un obiettivo economico (in termini di ammontare di risorse che si intende ottenere) unitamente ad un arco temporale nel quale raggiungerlo, nonché le eventuali ricompense che verranno corrisposte ai finanziatori. Tali ricompense possono essere di natura economica o commerciale, riducendosi nell'aspettativa di rendimento del progetto finanziario, ma anche di natura diversa²⁰. In ogni caso, così come in tutti quelli in cui il finanziamento viene conferito di contro di un determinato obiettivo non ancora raggiunto, si identificherà l'“*ex ante crowdfunding*”; all'opposto, nel caso in cui sia già stato realizzato si parlerà di “*ex post facto crowdfunding*” che determinerà la nascita del diritto alla partecipazione degli utili a seguito della sua vendita²¹. Una volta pubblicato il progetto, i finanziatori valuteranno quanto sono disposti a investire così da ottenere una

¹⁹ In questo contesto, le piattaforme si pongono come un soggetto terzo estraneo al rapporto fondamentale tra i richiedenti del finanziamento e i finanziatori. Sul ruolo delle *online platforms* nel campo dei servizi prestati via *internet* si veda: PARACAMPO M.T., *op.cit.*, 2019, p.51 e ss.

²⁰ Il *crowdfunding* può essere suddiviso anche in riferimento al tipo di “ritorno” che il singolo può ottenere quando decide di finanziare un progetto. Per la descrizione delle diverse tipologie di *crowdfunding* si rimanda al paragrafo ivi dedicato.

²¹ Tale tassonomia viene proposta da: KAPPEL T., *Ex Ante Crowdfunding and the Recording Industry: A Model for the U.S.*, in *Loyola Entertainment Law Review*, 2009.

eventuale ricompensa proporzionale alla cifra prestata. D'altro canto, la piattaforma otterrà un guadagno delineato dalla ritenuta di una percentuale su ogni finanziamento emesso o sul totale finanziato²². Qualora, alla scadenza del termine, l'obiettivo economico richiesto sia stato raggiunto, il soggetto destinatario del finanziamento dovrà procedere alla realizzazione del progetto così come prospettato agli investitori. Tuttavia, l'attività di raccolta potrebbe anche non raggiungere le soglie desiderate; in tal caso è necessario distinguere se si tratta di una piattaforma di *all-or-nothing* oppure di *keep-it-all*²³. Nel primo caso, il soggetto richiedente il finanziamento, non avendo raggiunto la soglia prevista, non riceverà l'ammontare parziale ottenuto; mentre nel secondo, il progettista riceve quanto raccolto fino a quel momento²⁴.

Analogamente ad altre iniziative informate alla "*common-based peer production*"²⁵, il *crowdfunding* rientra nella c.d. *sharing economy* definita come un nuovo modello organizzativo e di *business* basato sull'uso delle piattaforme digitali e delle tecnologie digitali per connettere gruppi di persone abilitando scambi di bene e servizi diretti e collaborazioni alla pari²⁶. Dunque, i pilastri della *sharing economy* vengono individuati nella collaborazione e nella condivisione. La prima estende le logiche della reciprocità ai legami deboli o con persone sconosciute in virtù di un processo reputazionale; mentre la seconda si basa su nuovi gruppi di interesse che danno vita a un senso di appartenenza favorendo la creazione e gestione di beni comuni. In questo contesto ne consegue che, nelle operazioni di *crowdfunding*, vengono capovolti i tradizionali rapporti tra produttore e consumatore, individuando una diversa posizione comune. L'utente, infatti, non si limita

²² In genere, le commissioni delle piattaforme variano da un minimo del 2% a un massimo del 25% e sono tipicamente inferiori in Italia ed in America a fronte del maggior grado di competizione presente sul mercato. Sui ricavi delle piattaforme si veda: PIATIVIGNA P., *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Rivista di Diritto Finanziario*, 2014, fasc.2, p.272 e ss.

²³ Così CUMMING D., LEBOEUF G., SCHWIENBACHER A., *Crowdfunding Models: KeepIt-All vs. All-Or-Nothing*, in *SSRN Electronic Journal*, 2019.

²⁴ Così BOLLETTINARI A., *op.cit.*, 2013, p.13.

²⁵ Il termine "*common-based peer production*" è stato coniato dal professore Yochai Benkler di Harvard per descrivere un modello economico basato sulla condivisione di beni materiali, servizi o conoscenze attraverso l'utilizzo di *internet*. Sul punto si veda: YOCHAI B., *Commons-based peer production and virtue*, in *The Journal of Political Philosophy*, 2016, vol.14, p.394 e ss.

²⁶ Così CODAGNONE C., MARTENS B., *Scoping the Sharing Economy: Origins, Definitions, Impact and Regulatory Issues*, in *Institute for Prospective Technological Studies Digital Economy Working Paper*, 2016.