

Claudio Iovieno

**IL PORTALE NELL'EQUITY
CROWDFUNDING: UN NUOVO
GATEKEEPER? UN'ANALISI ALLA
LUCE DELLA
REGOLAMENTAZIONE ITALIANA
E STATUNITENSE**

Estratto



Milano • Giuffrè Editore

CLAUDIO IOVIENO

IL PORTALE NELL'EQUITY CROWDFUNDING: UN NUOVO GATEKEEPER? UN'ANALISI ALLA LUCE DELLA REGOLAMENTAZIONE ITALIANA E STATUNITENSE

SOMMARIO: 1. Introduzione. — 2. Delimitazione dell'indagine. — 3. Il fondamento economico di una funzione di gatekeeping nel mercato del crowdfunding. — 3.1. Le asimmetrie informative nel mercato primario. — 3.2. La riduzione delle asimmetrie informative operata dalla società emittente. — 3.3. La inadeguatezza della responsabilità per fatto proprio dell'emittente. — 4. La funzione di gatekeeping - Il quadro teorico di riferimento. — 5. Il portale on-line come gatekeeper del mercato del crowdfunding. — 5.1. Il quadro normativo di riferimento italiano e statunitense. — 5.2. La capacità del portale di operare come gatekeeper. — 5.3. La volontà del portale di operare come gatekeeper. — 5.3.1. Meccanismi di enforcement di mercato e giuridici. — 5.3.2. Sui costi di una gatekeeping liability e sull'effettiva necessità di una sua imposizione. — 5.3.3. Gli incentivi reputazionali del portale on-line. — 5.3.4. Segue. Limiti agli incentivi reputazionali: a) il grado di concorrenza nel mercato. — 5.3.5. Segue. b) I conflitti di interesse. — 6. Conclusioni.

1. INTRODUZIONE.

La complessa congiuntura economica ha accentuato la difficoltà con cui le imprese di piccole e medie dimensioni riescono a soddisfare il proprio fabbisogno finanziario attingendo ai tradizionali canali di approvvigionamento, specialmente nella fase di avvio dell'attività produttiva (c.d. start-up) ¹.

¹ Per un'approfondita ricostruzione in chiave giuridica della realtà economica dell'ultimo decennio, si veda F. CAPRIGLIONE, *"Etica e finanza" alla luce della recente crisi finanziaria*, in AA.Vv., *Capitalismo avanzato e innovazione finanziaria*, Giuffrè, 2012, p. 101 ss. Per un'attenta analisi

del problema della raccolta dei capitali per le piccole imprese e delle potenzialità a tal fine offerte dagli strumenti informatici, si veda J.E. FISCH, *Can Internet Offerings Bridge the Small Business Capital Barrier?*, in *J. Small & Emerging Bus. L.* 2, 1998, p. 57.

La necessità di colmare un simile *funding gap*, unita alla costante evoluzione degli strumenti informatici, ha agevolato l'emersione di canali di finanziamento alternativi a quello bancario tradizionale, contraddistinti appunto dall'assenza della funzione intermediatrice della banca e dalla presenza di un rapporto diretto tra i titolari dell'offerta e della domanda di credito.

In questo ambito va ascritto il fenomeno del *crowdfunding*, espressione impiegata per indicare il finanziamento di iniziative, progetti o start-up, effettuato da una pluralità di soggetti (la "folla" o "*crowd*") spinti da spirito di collaborazione, spirito imprenditoriale o mero apprezzamento di un progetto e cui ciascuno di essi contribuisce attraverso piccoli investimenti di denaro.

In genere, l'autore pubblica il proprio progetto sul sito web di una piattaforma², unitamente all'indicazione dell'importo minimo di capitali necessario per portarlo a compimento, del termine di scadenza della raccolta e dell'eventuale corrispettivo che sarà riconosciuto ai finanziatori. Gli utenti, dal canto loro, navigando sul sito, visionano le diverse iniziative e, individuata quella di proprio interesse, offrono un contributo che può variare da pochi euro fino a coprire l'intero importo richiesto³.

Il meccanismo in esame, quindi, si presenta come un finanziamento collaborativo "dal basso", in grado di rispondere alle esigenze di coloro i quali, malgrado l'elevato potenziale creativo, non dispongono delle risorse necessarie per la realizzazione dei propri progetti⁴.

La sintetica descrizione del fenomeno ora offerta lascia intendere come, sotto la generica denominazione di *crowdfunding*, siano identificabili diversi modelli di attività, ciascuno caratterizzantesi per il peculiare tipo di rapporto che viene ad instaurarsi tra il finanziatore e il beneficiario del finanziamento. Diviene così possibile distinguere tra: i) *donation-based crowdfunding*, nel quale il finanziamento non legittima il sostenitore ad alcun tipo di

² Uno degli elementi qualificanti il *crowdfunding* è senz'altro l'impiego della rete telematica quale canale di diffusione dell'iniziativa e di raccolta dei capitali. In tal senso, l'evoluzione di questo strumento di raccolta dei capitali affonda le proprie radici nella rivoluzione del "Web 2.0", capace di ribaltare la concezione di Internet trasformandolo da ambiente in cui gli utenti si limitano a fruire dei contenuti ivi presenti ad ambiente in cui l'utente interagisce ed offre a sua volta i contenuti. A tal proposito si veda K. LAWTON-D. MAROM, *The Crowdfunding Revolution: Social Networking meets Venture Financing*, Amazon Digital Services, 2010.

³ Nella letteratura italiana, per un'ampia descrizione del fenomeno, si veda A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding: la raccolta di capitali tramite piattaforme on-line nella prassi e nella recente legislazione*, in NDS, 2, 2013, pp. 9 e ss.

⁴ Così, A. BOLLETTINARI, *Il crowdfunding*, supra nota 3, p. 12. Sulla emersione del *crowdfunding* quale strumento in grado di veicolare nuove risorse verso il sistema imprenditoriale, in via alternativa al canale bancario tradizionale si veda A. TROISI, *Crowdfunding e mercato creditizio: profili regolamentari*, in Contr. Impr., 2, 2014, pp. 519 e ss.

ritorno (se non morale), esaurendosi quindi in mera liberalità; *ii*) *reward-based crowdfunding*, il modello ad oggi maggiormente diffuso e ricorrente ogniquale volta il finanziatore riceve, a titolo di corrispettivo, un “premio” non pecuniario (generalmente, un prototipo del prodotto realizzato con la somma così raccolta, talché il finanziamento si esaurisce in una prevendita del prodotto medesimo); *iii*) *lending-based crowdfunding*, ove invece si instaura un vero e proprio rapporto di mutuo tra finanziatore e soggetto richiedente⁵; *iv*) nelle pagine che seguono, peraltro, il termine *crowdfunding* sarà impiegato con riferimento ad un ulteriore modello, quello *equity-based*, in cui il singolo investitore conferisce capitale di rischio, acquisendo una partecipazione nella società che promuove il proprio progetto attraverso il portale on-line. Si tratta senz'altro del modello che maggiormente ha imposto l'intervento del legislatore, al fine di poter garantire il giusto equilibrio tra l'acquisto di nuove risorse per le imprese e la imprescindibile tutela degli investitori⁶.

2. DELIMITAZIONE DELL'INDAGINE.

Ciò premesso, l'obiettivo della presente ricerca è di indagare il ruolo svolto dal portale on-line nel processo di raccolta di capitali mediante *equity crowdfunding*. Il portale, come già anticipato, si identifica con il sito internet di cui la start-up (appresso, per comodità, “l'emittente”) si avvale per offrire i propri strumenti finanziari al pubblico, facilitando così l'incontro tra potenziali investitori e imprese. È dunque per ragioni inerenti alla sua

⁵ Per un esame dei diversi modelli di *crowdfunding* (*donation-based*, *reward-based*, *lending* ed *equity-based*) si rinvia a S. BRADFORD, *Crowdfunding and the Federal Securities Laws*, in *Colum. Bus. L. Rev.*, 1, 2012, p. 14; per la letteratura italiana, v. U. PIATTELLI, *Il crowdfunding in Italia*, 2013, Giappichelli, pp. 9 e ss.; P. PIANTIVIGNA, *Start-up innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Riv. Dir. Fin.*, 2, 2014, pp. 272 ss.

⁶ Le potenzialità offerte dal *crowdfunding*, nel modello *equity-based*, e la necessità di un intervento normativo possono essere meglio colte richiamando, sia pur sinteticamente, il celebre caso della Pabst Brewery. Nel novembre del 2009, Michael Migliozi II e Brian William Flatow, due giovani esperti di marketing, aprirono il sito “Buyabeercompany.com”. Lo scopo era di sollecitare i visitatori del sito a contribuire alla raccolta di \$300 milioni per rilevare l'intera proprietà della “Pabst Brewery”, impresa produttrice della celebre birra

“Pabst Blue Ribbon”. A fronte dell'ammon-tare versato, ciascun investitore avrebbe ricevuto una partecipazione nella società e un quantitativo di birra di corrispondente valore. Nel febbraio del 2010, nell'arco di pochi mesi, i due promotori avevano già raccolto impegni a sottoscrivere azioni per circa \$200 milioni, provenienti da più di 5 milioni di utenti, per una media di \$40 ciascuno. Il sito è stato poi chiuso e la campagna di raccolta interrotta a seguito dell'intervento della SEC, che ha prontamente sottoposto a procedimento sanzionatorio i due promotori per violazione delle norme federali in materia di sollecitazione di investimento. Per un'analitica ricostruzione della vicenda si veda Michael Migliozi II, *Order Instituting Cease-and-Desist Proceedings Pursuant to Section 8A of the Securities Act of 1933, Making Findings, and Imposing a Cease-and-Desist Order*, *Securities Act Release No. 9216* (June 8, 2011) (copia digitale disponibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/litigation/admin/2011/33-9216.pdf>).

naturale posizione che il portale contribuisce ad abbattere i costi di transazione e a ridurre le asimmetrie informative tra investitori ed emittenti.

Consapevoli di ciò, i legislatori italiano e statunitense hanno di recente introdotto nei rispettivi ordinamenti una disciplina volta — *inter alia* — ad affidare al portale una funzione determinante nella raccolta di informazioni dall'emittente e successiva diffusione al pubblico degli investitori. L'intermediario, infatti, è gravato da specifici obblighi funzionali a garantire che i risparmiatori siano resi edotti dei peculiari rischi connessi all'investimento in start-up e, soprattutto, siano destinatari di comunicazioni chiare e aggiornate sull'offerta pubblicata.

Cionondimeno, il punto su cui si registra una radicale divergenza tra le due discipline è quello afferente alla responsabilità del portale per informazioni false o fuorvianti veicolate attraverso il proprio sito web. Da un lato, il regolatore italiano ha precisato che l'intermediario non è in alcun caso responsabile per la completezza e per la veridicità delle informazioni fornite. Dall'altro lato, il regolatore statunitense ha invece preferito imporre sul portale l'obbligo di agire quale filtro di accesso al mercato: nella regolamentazione — di recente approvata nella sua versione finale — è infatti contemplata la responsabilità dell'intermediario per il caso in cui siano state divulgate false informazioni tramite il proprio sito internet ⁷.

La differenza tra le due discipline induce allora a interrogarsi su quale sia l'opzione regolatoria più adatta.

In ragione di ciò, pare lecito domandarsi se il portale on-line possa essere effettivamente chiamato a svolgere una funzione di *gatekeeping*, vale a dire ad intervenire quale intermediario reputazionale che certifichi l'accuratezza e la credibilità delle informazioni veicolate dall'emittente alla "folla".

Questa indagine si propone di rispondere a tre quesiti, tra loro avvinati da un nesso di consequenzialità. Il primo quesito attiene alla effettiva necessità che vi sia un *gatekeeper* nel mercato del *crowdfunding*: ci si chiede, in altri termini, quale sia il rischio di fallimento del mercato che giustifica il costoso intervento di un soggetto "certificatore" delle informazioni. Il secondo interrogativo concerne la sussistenza in capo al portale di sufficienti risorse ed incentivi per svolgere la menzionata attività di certificazione. Infine, il terzo quesito afferisce all'individuazione del meccanismo di *enforcement* più adeguato per garantire che il portale abbia sufficienti incentivi per il corretto svolgimento di tale funzione.

In sostanza, solo una volta che si sia appurato che i) vi debba essere un *gatekeeper* nel mercato del *crowdfunding*; ii) che sia il

⁷ V. *infra* par. 5.1.

portale a dover svolgere quest'attività di certificazione; *iii*) che, al contempo, il portale non sia incentivato a farlo spontaneamente, potrà allora ritenersi giustificata la scelta — operata dal regolatore statunitense e non da quello italiano — di prevedere una responsabilità civile per false informazioni in capo a questo soggetto.

Così fissato l'obiettivo della ricerca, il lavoro si struttura come segue.

Il paragrafo 3 individua il rischio di fallimento del mercato che giustifica l'intervento di una terza parte in qualità di *gatekeeper*. Tale rischio risiede nelle asimmetrie informative esistenti tra emittenti e investitori; asimmetrie che appaiono esacerbate nell'*equity crowdfunding*, attesa la qualità dei soggetti coinvolti (principalmente *start-up*, da un lato, e investitori non sofisticati, dall'altro). Ove non contenute, le asimmetrie in parola rischiano di trasformare il mercato dell'*equity crowdfunding* in un “mercato dei limoni” (par. 3.1).

In prima battuta, si evidenzia come non costituiscano adeguate risposte al problema né un'attività di segnalazione posta in essere dall'emittente medesimo (par. 3.2) né la previsione di un regime di responsabilità per fatto proprio (c.d. *primary liability*) in capo alla *start-up* (par. 3.3).

Accertata l'impossibilità di contenere i costi informativi intervenendo sul sistema di incentivi dell'emittente, si apre lo spazio per una soluzione fondata sull'intervento di un soggetto terzo: il *gatekeeper*.

Il paragrafo 3 inquadra la funzione di *gatekeeping*, fornendo il quadro teorico di riferimento necessario per valutare se tale ruolo possa essere riconosciuto in capo al portale on-line.

Il paragrafo 4 elabora l'analisi, verificando in che misura il portale abbia sia la capacità che la volontà di monitorare e di impedire la commissione di un illecito ad opera dell'emittente. L'identificazione del ruolo dell'intermediario avviene alla luce: *i*) degli incentivi di mercato che lo guidano nella sua operatività; *ii*) della disciplina cui è soggetto, a seguito della regolamentazione del *crowdfunding* di recente introdotta in Italia e negli Stati Uniti.

3. IL FONDAMENTO ECONOMICO DI UNA FUNZIONE DI GATEKEEPING NEL MERCATO DEL CROWDFUNDING.

3.1. *Le asimmetrie informative nel mercato primario.*

In via preliminare, occorre interrogarsi su quale sia il fondamento economico che giustifichi l'intervento di un terzo, in qualità di *gatekeeper*, nel processo di raccolta dei capitali tramite *crowdfunding*.

A tal fine è sufficiente richiamare la ragione tradizionalmente addotta per spiegare l'esistenza di una funzione di *gatekeeping*

nel mercato primario, vale a dire la necessità di contenere le asimmetrie informative fisiologicamente esistenti tra emittente e investitori.

Le asimmetrie informative, com'è noto, sorgono ogniqualevolta una parte di una transazione possiede maggiori informazioni rispetto all'altra. Nel caso di un appello al pubblico risparmio, l'emittente è l'unico realmente a conoscenza della qualità degli strumenti finanziari che offre: un'informazione, questa, di cui l'investitore non dispone ma che desidera ottenere per orientare in modo consapevole le proprie scelte di investimento. Differentemente da quanto accade nell'acquisto di ogni altro bene, infatti, l'investitore non può preventivamente ispezionare la qualità degli strumenti finanziari⁸: questi sono beni intangibili, il cui reale valore emerge solo in seguito alla sottoscrizione e in ragione delle future performance della società⁹.

La qualità degli strumenti finanziari e, conseguentemente, l'accuratezza del relativo prezzo di sottoscrizione possono essere quindi valutate solo se l'emittente fornisce informazioni complete e veritiere sulla società. La *disclosure* dell'emittente, obbligatoria o volontaria che sia¹⁰, d'altro canto, non costituisce una piena soluzione al problema: l'emittente conserva un incentivo ad agire opportunisticamente, ad esagerare o mentire nell'informazione divulgata, al fine di indurre l'investitore a sottoscrivere la propria offerta.

Un contesto così caratterizzato da asimmetrie informative e dal rischio di una *disclosure* fraudolenta è tradizionalmente associato al problema di "selezione avversa". Gli investitori, incapaci di distinguere tra emittenti onesti e fraudolenti, scontano il prezzo che sono disposti a pagare per tutti gli strumenti finanziari, tenendo conto di una probabilità media di essere vittime di frode. Ciò potrebbe innescare una reazione a catena: gli emittenti di alta qualità uscirebbero dal mercato, non essendo in grado di ottenere un giusto prezzo per i propri valori mobiliari; gli emittenti di qualità medio-bassa sarebbero gli unici a restare, inducendo così gli investitori a scontare ulteriormente il prezzo, e così via. Il

⁸ Coffee efficacemente richiama l'atto di stringere i pomodori («*squeezing the tomatoes*») o di calciare gli pneumatici («*kicking the tires*»), come esempi di gesti che consentono di verificare *ex ante* la qualità di un bene tangibile. Così, J. COFFEE, *Securities Regulation*, 11th ed., Foundation Press, 2009, p. 4.

⁹ V. N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, 2008, p. 53, ove si sottolinea la natura degli strumenti finanziari come «*credence goods*».

¹⁰ Per una recente analisi della funzione della *disclosure* obbligatoria nei mercati finanziari, v. L. ENRIQUES - S. GILOTTA, *Disclosure and Financial Market Regulation*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015, pp. 511 e ss. (copia digitale disponibile all'indirizzo http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2423768, da cui si cita).

risultato sarebbe un chiaro fallimento del mercato, ovverosia, un “mercato dei limoni”¹¹.

Appare chiaro, peraltro, che l'esistenza di asimmetrie informative non conduce automaticamente ad un problema di “selezione avversa”, purché siano adottate adeguate soluzioni di contenimento. Sotto questo profilo, l'intervento di un terzo in qualità di *gatekeeper* non costituisce l'unica strada percorribile, potendo essere individuate soluzioni alternative e foriere di costi minori (rispetto a quelli derivanti dai servizi professionali offerti da un soggetto “certificatore”). Si reputa allora opportuno verificare in che misura le asimmetrie informative esistenti nel mercato del *crowdfunding* possano essere limitate attraverso un'apposita segnalazione da parte dell'emittente ovvero imponendo a quest'ultimo obblighi di *disclosure*.

3.2. La riduzione delle asimmetrie informative operata dalla società emittente.

Una prima strada che può essere percorsa al fine di operare una riduzione dei costi informativi di verifica¹² — e, conseguentemente, attenuare il rischio di selezione avversa — è rappresentata dalla possibilità che sia lo stesso emittente a garantire l'accuratezza delle informazioni trasmesse, impegnandosi nei confronti degli investitori a non assumere alcun comportamento opportunistico¹³. In altri termini, l'emittente può segnalare in modo credibile, e senza far ricorso a soggetti terzi, la qualità delle sue informazioni¹⁴.

Il principale meccanismo di segnalazione cui può far ricorso

¹¹ Il riferimento, chiaramente, è allo studio dei mercati affetti da asimmetrie informative condotto dal premio Nobel Gorge Akerlof nel saggio *The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, in *Q. J. Econ.*, 84, 1970, pp. 488 e ss.

¹² Per una completa analisi della tassonomia dei costi informativi, classificati in costi di i) acquisizione; ii) elaborazione e iii) verifica delle informazioni, v. R. GILSON — R. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in *Va. L. Rev.*, 70, 1984, p. 594.

¹³ V. B. KLEIN — K. LEFFLER, *The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance*, in *J. Polit. Econ.*, 89, 1981, p. 615; R. GILSON — R. KRAAKMAN, *supra* nota 12, p. 603. Il termine “opportunismo” è qui impiegato con riferimento a comportamenti che perseguono esclusivamente l'interesse personale e che implicano in qualche misura l'inganno, la mistificazione o la mala fede. In tal senso già O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York,

1985, pp. 47 e ss., come richiamato in AA. Vv., *The Anatomy of Corporate Law*, Oxford, 2009, p. 35, n. 2 (la traduzione della cui prima edizione è stata curata da L. ENRIQUES, *Diritto societario comparato*, Bologna, 2006).

¹⁴ In generale, il termine “segnalare” sta a indicare l'atto con il quale una parte diffonde una informazione circa una qualità del proprio prodotto altrimenti non facilmente percepibile. Nel caso in esame, l'oggetto della segnalazione è la propensione dell'emittente a falsificare la propria *disclosure*. L'emittente, pertanto, potrebbe ricorrere a meccanismi idonei a segnalare al mercato la propria scarsa propensione a trasmettere comunicazioni decettive; R. GILSON — R. KRAAKMAN, *supra* nota 12, p. 603.

Una precisazione, peraltro, è d'obbligo. La segnalazione altro non è che una informazione, avente la stessa natura di quella la cui verità si vuole certificare. Pertanto, tale segnalazione deve necessariamente essere

l'emittente è l'investimento nel proprio capitale reputazionale. Così facendo, laddove l'informazione dovesse rivelarsi falsa, l'emittente subirà un danno rappresentato dalla perdita della propria reputazione: la prospettiva di una perdita di reputazione *ex post* accresce, *ex ante*, il valore dell'informazione trasmessa¹⁵.

Il ricorso a tali soluzioni, peraltro, appare difficilmente concretizzabile nell'ambito del *crowdfunding*.

Infatti, affinché l'investimento in capitale reputazionale possa funzionare come efficace meccanismo di segnalazione, è necessario che la reputazione abbia un valore per la società emittente¹⁶. Ciò dipende, in primo luogo, dalle dimensioni dell'impresa: è indubbio che la reputazione di una piccola società sia, in termini assoluti, di minor valore rispetto a quella di una grande società. In secondo luogo, il valore della reputazione si accresce se l'impresa ricorre frequentemente ai mercati finanziari: in questo caso l'emittente ha scarsi incentivi ad ingannare gli investitori, giacché è consapevole che questi, a fronte di comunicazioni fraudolente, domanderanno un prezzo di sottoscrizione inferiore in una successiva offerta al pubblico. In altri termini, la reputazione è efficace come meccanismo di segnalazione nella misura in cui il danno reputazionale (di lungo termine) sia maggiore del profitto (di breve termine) derivante dalla sopravvalutazione di strumenti finanziari di scarsa qualità¹⁷.

Il *crowdfunding*, invece, si rivolge essenzialmente a start-up¹⁸, società appena costituite e ancora coinvolte nella fase iniziale della loro attività imprenditoriale. Siamo quindi in presenza di soggetti che ricorrono al mercato per la prima volta, privi di una

prodotta in virtù di un meccanismo peculiare, altrimenti il risultato finale sarebbe quello di trasferire il problema della "credibilità" dal piano della informazione a quello della segnalazione stessa. Non a caso, il meccanismo di segnalazione più efficace è quello in virtù del quale un debitore offre al creditore una "cauzione" (in lessico giuridico-economico, *bond* o *hostage*) per verificare la verità dell'informazione trasmessa; nel caso in cui l'informazione dovesse rivelarsi falsa, il creditore sarà legittimato a rivalersi sulla cauzione. La credibilità della segnalazione, pertanto, deriva proprio dal maggior costo che essa fa gravare sul debitore in caso di falsità dell'informazione, costo appunto rappresentato dalla perdita del *bond*. V. R. J. MANN, *Verification Institutions in Financing Transactions*, in *Geo. L. J.*, 87, 1999, p. 2231.

¹⁵ V. R. J. MANN, *supra* nota 14, p. 2253.

¹⁶ Solo così, infatti, la perdita della reputazione può rappresentare un "costo" per l'emittente, presupposto imprescindibile

per la credibilità del meccanismo di segnalazione.

¹⁷ V. S. CHOI, *Market Lessons for Gatekeepers*, in *Nw. U. L. Rev.*, 92, 1998, p. 920.

¹⁸ Sul punto, è bene precisare, si registra una differente impostazione del legislatore statunitense e italiano. Con riferimento al primo, ogni società che rispetti la normativa introdotta dal CROWDFUND Act può, in linea di principio, ricorrere al *crowdfunding*. Tuttavia, la *Section 4A(f)(2)* del *Securities Act* del 1933 esclude dall'ambito soggettivo di applicazione della detta normativa le *reporting companies*, ossia tutte le società tenute a presentare i *reports* di cui alle *Sections 13* e *15(d)* del *Securities Exchange Act* del 1934. Invero, tale previsione conduce a una sostanziale restrizione del novero dei potenziali emittenti. Così, v. S. BRADFORD, *Shooting the Messenger: the Liability of Crowdfunding Intermediaries for the Fraud of Others*, in *U. CINCL. LAW REV.*, 83, 2015, p. 380, (ove si afferma che «[...] only non-public companies may use the

pregressa reputazione o del tempo per consolidarne una nuova che possa essere offerta al mercato come garanzia di veridicità delle proprie informazioni ¹⁹.

crowdfunding exemption, and many of those companies will be small startups unable to obtain financing anywhere else [...]», p. 10); D. MASHBURN, *The Anti-Crowd Pleaser: Fixing the Crowdfund Act's Hidden Risks and Inadequate Remedies*, in Emory L. J., 63, 2013, p. 127 (secondo il quale «*Crowdfunding [...] is designed for startup — business still in their infancy*», p. 157). Con riguardo alla legislazione italiana, il D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. «Decreto Crescita Bis») ha espressamente riservato alle start-up «innovative» (come definite nell'art. 25 del decreto) la raccolta di capitali di rischio tramite *crowdfunding*. Di recente, peraltro, l'ambito soggettivo di applicazione della normativa in esame è stato ampliato: il D.L. 24 gennaio 2015, n. 3 (c.d. «Investment Compact») ha infatti consentito l'accesso al processo di raccolta di capitale di rischio mediante *crowdfunding* a due ulteriori figure di imprese. Anzitutto, vengono in considerazione le «PMI innovative». Per «piccola-medio impresa» (ai sensi della Raccomandazione 2003/361/CE) si intende una impresa che occupa meno di 50 persone e che realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro. Perché la PMI possa qualificarsi come «innovativa», essa deve rispondere a specifici criteri attinenti ai volumi di spesa in ricerca, sviluppo e innovazione, all'impiego di personale qualificato e alla titolarità di privativa industriale. Conseguentemente, una simile categoria ricomprende imprese che sono nella fase iniziale del loro ciclo imprenditoriale, che non hanno mai offerto le proprie azioni sul mercato e non hanno capitale reputazionale da investire. Pertanto, le PMI innovative difficilmente potranno essere in grado di segnalare autonomamente la credibilità delle proprie informazioni, similmente a quanto accade per le start-up innovative. La novella legislativa, inoltre, ha esteso l'accesso all'*equity-based crowdfunding* anche agli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono prevalentemente in start-up innovative o in PMI innovative. L'obiettivo perseguito dal legislatore è evidentemente quello di consentire ai piccoli risparmiatori di finanziare progetti imprenditoriali anche mercé veicoli di investimento, così diversificando e riducendo il

rischio di investimento. Questa ultima categoria ricomprende imprese di notevoli dimensioni e con un elevato capitale reputazionale; pertanto, esse appaiono maggiormente capaci di contenere le asimmetrie informative senza il necessario intervento di un terzo (il portale) quale *gatekeeper*. Tuttavia, considerato che l'iter normativo si è concluso solo di recente, con l'adozione della delibera Consob 24 febbraio 2016, n. 19520, l'analisi svolta in questo lavoro deve essere riferita esclusivamente al caso paradigmatico di *equity crowdfunding*, vale a dire alla raccolta di capitali ad opera di una start-up a mezzo di un portale on-line. Per una specifica trattazione dei modelli organizzativi «start-up innovative» e «PMI innovative» si rinvia a M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 6, 2015, pp. 969 ss.; M. COSSU, *Nuovi modelli di s.r.l. nella legislazione italiana recente*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 4, 2015, pp. 470 ss.

¹⁹ In alternativa all'investimento in reputazione, l'emittente può altresì fornire garanzie contrattuali sulle future *performance* degli strumenti offerti, v. S. GROSSMAN, *The Informational Role of Warranties and Private Disclosure about Product Quality*, in *J. L. & Econ.*, 24, 1981, p. 470. Cionondimeno, la prestazione di garanzie contrattuali (tipica di operazione di M&A) è una soluzione la cui utilità nel contesto dei mercati finanziari è altamente opinabile (si dovrebbe immaginare un emittente che fornisca garanzie sui futuri valori dei propri strumenti finanziari). Considerato che una serie di fattori al di fuori del controllo dell'emittente possono incidere negativamente sul valore degli strumenti finanziari emessi, gli emittenti preferiranno non fornire garanzie che li obblighino ad assicurare gli investitori contro tali evenienze. Inoltre, gli investitori e gli emittenti potrebbero essere privi della capacità di provare in giudizio se la *disclosure* fraudolenta dell'emittente sia stata la causa effettiva del crollo di valore degli strumenti finanziari offerti dalla società. In tal senso, v. S. CHOI, *Gatekeepers And The Internet: Rethinking The Regulation Of Small Business Capital Formation*, in *J. Small & Emerging Bus. L.*, 2, 1998, p. 46. Peraltro, con riferimento al crowdfunding, la prestazione di garanzie contrattuali sa-

3.3. *La inadeguatezza della responsabilità per fatto proprio dell'emittente.*

La risposta più naturale all'assenza di meccanismi di segnalazione a disposizione dell'emittente è rappresentata dall'imposizione di soluzioni regolatorie in capo all'emittente medesimo.

L'ipotesi più comune è quella di prevedere sul piano normativo l'obbligo per gli emittenti di divulgare informazioni veritiere, senza alcuna omissione, pena l'applicazione di specifiche sanzioni²⁰. Questo è quanto effettivamente accaduto anche con riferimento al *crowdfunding*, considerato che i legislatori nazionali, nel tentativo di contenere il rischio di frode, hanno introdotto una vasta serie di obblighi di trasparenza per le start-up nonché un apposito regime di responsabilità civile²¹.

Cionondimeno, il divieto di negligenza e di frode nella divulgazione delle informazioni mediante l'imposizione di una responsabilità "per fatto proprio" (c.d. *primary liability*) è una soluzione alquanto limitata, quantomeno come meccanismo per assicurare la qualità della *disclosure*. Come già accennato, l'emittente nel mercato del *crowdfunding* è generalmente rappresentato da una start-up, vale a dire da un soggetto privo di un consistente

rebbe uno strumento ancor più difficilmente ipotizzabile, stante la natura delle imprese coinvolte quali soggetti che dispongono di un patrimonio estremamente ridotto.

²⁰ V. R. ROMANO, *The need for Competition in International Securities Regulation*, in *Theoretical Inq. L.*, 2, 2001, p. 402, secondo la quale «it is inconceivable that a securities regime would have no liability for fraud or no financial disclosure requirement when investors have even a modicum of sophistication, as such individual would not invest in securities under such circumstances (or they would pay a trivial sum for shares). More important, as no reputable issuer would register under such a regime, it would not be adopted in a nation with public or multinational corporations that desire domestic registration».

²¹ Con riferimento alla legislazione statunitense, si vedano gli obblighi di trasparenza imposti all'emittente dalla Section 4(A)(b) del Securities Act del 1933 e la specifica responsabilità prevista per lo stesso dalla Section 4(A)(c), ai sensi del cui paragrafo (2): «An issuer shall be liable in an action under paragraph (1) if the issuer [...] by any means of any written or oral communication, in the offering or sale of a security in a transaction exempted by the provisions of section 4(6), makes an untrue statement of a material fact or omits to state a material fact required to be stated or necessary in order to make the state-

ments, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, provided that the purchaser did not know of such untruth or omission». Si tratta di una responsabilità per colpa atteso che, ai sensi della Section 4(A)(2)(B), l'emittente può provare che «[it] did not know, and in the exercise of reasonable care could not have known, of such untruth or omissions».

Con riguardo invece alla regolamentazione introdotta in Italia, si vedano gli obblighi di *disclosure* imposti dall'art. 16 e dall'Allegato 3 del Regolamento Consob (delibera n. 18592/2013). A differenza dell'omologo statunitense, peraltro, il legislatore italiano non ha introdotto un'apposita previsione di responsabilità per l'emittente che, nell'ambito di un'offerta condotta tramite *crowdfunding*, trasmetta informazioni non veritiere: scelta quanto mai inopportuna, posto che la normativa speciale prevede la disapplicazione dell'intero Capo I, Titolo II, Parte IV del T.U.F. (in materia di «Offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita»), ivi inclusa la norma sulla responsabilità da prospetto di cui all'art. 94. Cionondimeno, atteso che lo stesso Allegato 3 (v. *infra* nota 40) allude alla responsabilità della società emittente, si deve ritenere che l'omesso richiamo dell'art. 94 sia frutto di un difetto di coordinamento e che la sua applicabilità alla materia in esame sia egualmente possibile, benché in via analogica.

patrimonio, che non ha nulla da perdere e rispetto al quale la minaccia di un risarcimento non opera come efficace deterrente (in altri termini, siamo in presenza di un soggetto “*judgement-proof*”).

La previsione di una responsabilità civile dell'emittente in caso di divulgazione di informazioni false o incomplete, pertanto, pur costituendo una base imprescindibile di ogni regolamentazione dei mercati finanziari, non rappresenta — specialmente nel *crowdfunding* — una panacea per i problemi legati alla credibilità delle informazioni divulgate dalla start-up.

Da qui, si apre allora lo spazio per ulteriori soluzioni, fondate non già sugli incentivi della società emittente bensì sull'intervento di una terza parte, il *gatekeeper*.

4. LA FUNZIONE DI GATEKEEPING - IL QUADRO TEORICO DI RIFERIMENTO.

Alla luce delle considerazioni sopra esposte è chiaro come gli intermediari finanziari presenti nel mercato primario (il cui costante confronto con i portali on-line è ineludibile) non esauriscano il proprio ruolo nel contenimento dei costi di ricerca e di transazione²². Piuttosto, l'assistenza che essi prestano agli emittenti nella localizzazione dei potenziali investitori e nella distribuzione degli strumenti finanziari è solo una delle funzioni economiche che tali intermediari espletano, e non necessariamente la più importante²³.

Come evidenziato dalla letteratura in materia di intermediari finanziari²⁴, gli *underwriter* contribuiscono principalmente al superamento delle barriere informative che si frappongono al

²² G. BENSTON - C. SMITH, *A Transaction Cost Approach to the Theory of Financial Intermediation*, in *J. Fin.*, 31, 1976, p. 215.

²³ Per un'analisi delle diverse funzioni esercitate dagli *underwriters* sul mercato primario, v. D. LANGEVOORT, *Information Technology And The Structure Of Securities Regulation*, in *Harv. L. Rev.*, 98, 1985, p. 752. Secondo l'Autore, è possibile enucleare quattro differenti funzioni espletate da tali intermediari; in particolare essi: i) forniscono consulenza agli emittenti circa il *pricing* degli strumenti finanziari e ogni altro aspetto attinente alla raccolta dei capitali; ii) aiutano gli emittenti a individuare i potenziali sottoscrittori e facilitano le operazioni questi ultimi; iii) assumono essi stessi il rischio dell'offerta, in caso di sottoscrizione con assunzione a fermo ovvero assunzione di garanzia nei confronti dell'emittente (c.d. *firm-commitment underwriting*); iv) imprimono un “sigillo di approvazione”

sull'offerta al pubblico. Quest'ultima ipotesi è da considerarsi come la tipica funzione di *gatekeeping*, analizzata nel testo.

²⁴ H. LELAND - D. PYLE, *Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation*, in *J. Fin.*, 32, 1977, p. 371; T. CAMPBELL - W. KRACAW, *Information Production, Market Signalling and the Theory of Financial Intermediation*, in *J. Fin.*, 25, 1980, p. 863; D. DIAMOND, *Financial Intermediation and Delegated Monitoring*, in *Rev. Econ. Stud.*, 51, 1984, p. 393; D. SPULBER, *Market Microstructure and Intermediation*, in *J. Econ. Perspect.*, 10, 1996, p. 132; A.M. PACCES, *Financial Intermediation in the Securities Markets: Law and Economics of Conduct of Business Regulation*, in *Int'l Rev. L. & Econ.*, 20, 2000, p. 479 (si noti che l'analisi di Pacces sul ruolo degli intermediari concerne principalmente il mercato secondario piuttosto che il mercato primario). Per una recente critica della teoria dell'intermediazione, si veda F.

libero svolgimento degli scambi finanziari, offrendo al mercato un segnale credibile ovvero certificando l'accuratezza della *disclosure* dell'emittente ²⁵.

Al fine di descrivere tale funzione viene tradizionalmente impiegato il termine *gatekeeping* ²⁶. La precisa definizione di *gatekeeper*, invero, è alquanto sfuggente; cionondimeno, è possibile identificare due diverse direzioni in cui si è evoluta la letteratura in materia. La prima, associata a Reinier Kraakman, definisce il *gatekeeper* come un soggetto privato — diverso dal potenziale autore dell'illecito, ma parimenti coinvolto in una transazione — sul quale grava il dovere di impedire al trasgressore di accedere al mercato. Rifiutando di eseguire una data prestazione — sia essa la messa a disposizione di uno speciale bene, servizio o certificazione — indispensabile all'autore dell'illecito per concludere la transazione, il *gatekeeper* chiude il “cancello” e tutela la posizione degli agenti economici operanti nel mercato di riferimento ²⁷. La seconda, associata principalmente a John Coffee, identifica il *gatekeeper* in un intermediario reputazionale che offre agli investitori servizi di verifica e di certificazione ²⁸. Sebbene le due definizioni tendano a sovrapporsi ²⁹, la seconda sembra da preferire in quanto si attaglia maggiormente ai mercati finanziari e identifica l'incentivo dei *gatekeeper* nella reputazione acquisita sul mercato; la prima definizione, dal suo canto, pur descrivendo accuratamente la posizione organizzativa ricoperta dai *gatekeeper*, rischia di essere troppo ampia e di ricomprendere anche chi non svolga tale funzione, come il mero fornitore di un

ALLEN - A. SANTOMERO, *The Theory of Financial Intermediation*, in *J. Bank. Financ.*, 21 1998, p. 1461.

²⁵ J. BOOTH - R. SMITH, *Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis*, in *J. Financ. Econ.*, 15, 1986, p. 261.

²⁶ Per la tradizionale letteratura in materia di *gatekeeping* è inevitabile il rinvio a R. GILSON - R. KRAAKMAN, *supra* nota 12; R. KRAAKMAN, *Gatekeepers: The Anatomy of a Third-Party Enforcement Strategy*, in *J. L. Econ. & Org.*, 2, 1986, p. 53; R. GILSON, *The Devolution of the Legal Profession: a Demand Side Perspective*, in *Md. L. Rev.*, 49, 1990, p. 369; F. PARTNOY, *Barbarians at the Gatekeepers? A Proposal for a Modified Strict Liability Regime*, in *Wash. U. L. Q.*, 79, 2001, p. 491; J. COFFEE, *Understanding Enron: It's About the Gatekeepers Stupid!*, in *Bus. Law.*, 57, 2002, p. 1403; Id., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, 2006; A. HAMDANI, *Gatekeeper Liability*, in *South.*

Calif. Law Rev., 77, 2003, p. 53; P. OH, *Gatekeeping*, in *J. Corp. L.*, 29, 2004, p. 753; S.H. KIM, *Gatekeepers Inside Out*, in *GEO. J. Legal Ethics*, 21, 2008, p. 411; L. CUNNINGHAM, *Beyond Liability: Rewarding Effective Gatekeepers*, in *Minn. L. Rev.*, 92, 2008, p. 323.

²⁷ V. R. KRAAKMAN, *supra* nota 26, p. 53, ove definisce i *gatekeepers* come «*private parties who are able to disrupt misconduct by withholding their cooperation from wrongdoer*».

²⁸ V. J. COFFEE, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, *supra* nota 26, p. 2.

²⁹ Peraltro in letteratura non è mancato chi abbia offerto una definizione riconciliante delle due diverse scuole di pensiero: V. L. CUNNINGHAM, *supra* nota 26, p. 328, secondo il quale i *gatekeepers* possono considerarsi come «*intermediaries who provide verification and certification services to investors by pledging their professional reputations and, by withholding such support, block admission through the gate*».

bene o di un prodotto tecnologico chiave per lo svolgimento di una determinata attività imprenditoriale ³⁰.

La nozione di *gatekeeper* elaborata da Coffee, invece, consente di comprendere in che modo tale intermediario contribuisca a risolvere il problema connesso all'assenza di credibilità degli emittenti e delle informazioni da questi trasmesse agli investitori.

Il *gatekeeper*, infatti, è un *repeat player*, un soggetto che ha offerto le sue prestazioni professionali a più clienti nel corso degli anni, acquisendo così un proprio capitale reputazionale sul mercato. Ogniquale volta il *gatekeeper* esegue la sua prestazione di verifica o di certificazione nei confronti di un emittente, egli “presta” a quest'ultimo la propria reputazione, così da consentire agli investitori e al mercato di fare affidamento sulle informazioni trasmesse dalla società.

L'assunto di fondo, a ben vedere, è che si reputa più facile assicurare che sia l'intermediario reputazionale a non commettere frodi nella sua attività di certificazione che non prevenire direttamente la commissione dell'illecito da parte dell'emittente. Ciò perché, a differenza dell'emittente che ha solo da guadagnare e nulla da perdere dall'illecito (specialmente se intende raccogliere i capitali dal pubblico *una tantum*), il *gatekeeper* è — in quanto *repeat player* — titolare di un capitale reputazionale la cui perdita sarebbe indubbiamente maggiore del profitto, di breve termine, che gli deriverebbe dalla connivenza con la singola operazione fraudolenta ³¹. Da qui deriva la maggiore credibilità dell'intermediario e, conseguentemente, la maggiore tutela degli investitori.

5. IL PORTALE ON-LINE COME GATEKEEPER DEL MERCATO DEL CROWDFUNDING.

Quanto finora esposto ha messo in luce come nel *crowdfunding* le asimmetrie informative — tradizionalmente esistenti nel mer-

³⁰ V. J. COFFEE, *Gatekeeper Failure and Reform: The Challenge of Fashioning Relevant Reforms*, B.U. L. REV., 84, 2004, p. 301, il quale evidenzia come la definizione proposta da Kraakman potenzialmente estenderebbe la responsabilità anche a chi ha venduto materiale da cancelleria alla gang di Al Capone, sul presupposto che nessuno avrebbe potuto gestire una birreria o altro locale in cui somministrare bevande alcoliche (in violazione delle prescrizioni vigenti in epoca di proibizionismo) senza utilizzare una penna o una matita per tenere la contabilità. La definizione di Kraakman ignorerebbe quindi la circostanza che il *gatekeeper* sia effettivamente in grado di controllare che il proprio prodotto o il proprio servizio vengano impiegati per un fine ille-

cito. Si veda anche J. PAYNE, *The Role of Gatekeepers*, in N. MOLONEY, E. FERRAN, J. PAYNE (a cura di), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press, 2015, pp. 254 e ss. (copia digitale disponibile all'indirizzo <http://www.ssrn.com/abstract=2428121>, da cui si cita).

³¹ Per una prima teorizzazione della figura degli intermediari reputazionali, con specifico riferimento agli *underwriter*, si veda R. GILSON - R. KRAAKMAN, *supra* nota 12, p. 604. V. anche T. CHEMMANUR - P. FULGHIERI, *Investment Bank Reputation, Information Production, and Financial Intermediation*, in *J. Financ.*, 49, 1994, p. 57 (i quali argomentano come la reputazione acquisita sul mercato dagli intermediari può mitigare la mancanza di credibilità degli emittenti nel mercato delle offerte pubbliche iniziali).

cato primario — tra emittente e potenziali investitori, risultino notevolmente esacerbate dalla natura degli agenti economici operanti nel mercato di riferimento. Per un verso, infatti, gli emittenti sono sostanzialmente rappresentati da start-up, incapaci di segnalare autonomamente la credibilità della propria *disclosure*³². Per altro verso, l'impiego della rete informatica per veicolare l'appello al pubblico risparmio (tipico del *crowdfunding*) amplia la platea di investitori non sofisticati coinvolti, vale a dire di soggetti privi delle risorse per poter verificare le informazioni ricevute³³. Ciò premesso, quindi, pare lecito domandarsi se, onde evitare che il *crowdfunding* si tramuti in un “mercato dei limoni”³⁴, sia possibile riconoscere una funzione di *gatekeeping* in capo al portale on-line.

L'individuazione del rischio di un grave illecito — vale a dire, nel caso del *crowdfunding*, l'elevato rischio di divulgazioni di informazioni false o incomplete da parte dell'emittente — non è di per sé sufficiente per giustificare l'intervento di un terzo in qualità di *gatekeeper*. Secondo il modello tradizionale elaborato dalla letteratura in materia³⁵, è altresì necessario verificare:

- che il portale abbia la capacità di monitorare e di impedire la commissione dell'illecito: non avrebbe infatti alcun senso qualificare come *gatekeeper* un soggetto che, rispettivamente, non sia in grado di accedere alle informazioni necessarie per svelare la frode ovvero non sia in grado di impedirne la perpetrazione;
- che il portale abbia la volontà di monitorare e impedire la commissione dell'illecito: parimenti, sarebbe del tutto ingiustifi-

³² V. *supra* nota 18 e testo corrispondente.

³³ V. S. CHOI, *supra* nota 19, p. 37 («Nonetheless, the Internet also presents several challenges to the securities market. With the increase in the number of active investors on the Internet comes a corresponding increase in potentially unsophisticated investors»); T. MARTIN, *The JOBS Act of 2012: Balancing Fundamental Securities Law Principles with the Demands of the Crowd*, 2012 (copia digitale disponibile all'indirizzo http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2040953), p. 25 («First, we should address the elephant in the room, which is the fact that many crowdfunding investors are not accredited. To those in the securities law industry, especially regulators, it is understandable that the mention of a large group of non-accredited investors giving money to start-up companies produce a gut-wrenching reaction. Fraud appears imminent»); A. SCHWARTZ, *Crowdfunding Securities*, in *Notre Dame L. Rev.*, 88, 2013, p. 1475 («[Crowdfunding] will allow ordinary non-

accredited investors to take a chance and invest in the unregistered securities of a stranger's startup»); G. FERRARINI, *I costi dell'informazione societaria per le PMI: mercati alternativi, “crowdfunding” e mercati privati*, in *AGE*, 1, 2013, p. 203, ove si approfondisce il nesso tra flussi informativi, costi dell'informazione e tutela degli investitori nel contesto del *crowdfunding*.

³⁴ V. *supra* par. 3.1. Sul punto, si veda D. SCARPA, *Valore industriale dell'informazione societaria nel mercato*, in *Dir. Ind.*, 2, 2015, p. 74, ove si rileva il *trade-off* tra «benefici di una distribuzione capillare degli strumenti finanziari, quale il *web* consente, e i costi di protezione degli investitori sollecitati».

³⁵ V. R. KRAKMAN, *supra* nota 26, p. 61 (ove si sottolinea che una efficace strategia di *gatekeeping* richiede l'intervento di terzi «who can and will prevent misconduct reliably, regardless of the preferences and market alternatives of wrongdoers»); S.H. KIM, *supra* nota 26, p. 421 (l'Autore distingue tra i) volontà di impedire l'illecito; ii) volontà di monitorarlo; iii) capacità di impedirlo; iv) capacità di monitorarlo).

cata l'attribuzione di una funzione di *gatekeeping* in capo ad un soggetto privo degli incentivi, derivanti dal mercato o dalla legge, per espletare tale compito.

Preliminarmente a tale indagine, peraltro, appare utile richiamare, in estrema sintesi, il quadro normativo di riferimento italiano e statunitense, onde coglierne utili indicazioni in merito.

5.1. *Il quadro normativo di riferimento italiano e statunitense.*

In Italia la regolazione del *crowdfunding* si è articolata in due diversi momenti. La prima fase è stata inaugurata dal D.L. 18 ottobre 2012, n. 179 (c.d. "Decreto Sviluppo Bis"), il cui art. 30 si è limitato a fissare gli aspetti essenziali dell'*equity crowdfunding*, così da orientare e indirizzare la definizione delle norme attuative, demandata alla Consob. La seconda fase è coincisa con l'adozione di un apposito regolamento ad opera della Commissione (delibera n. 18592/2013). È proprio all'interno di tale documento che si rinvencono le norme rilevanti in questa sede, relative alla condotta dei portali e alla loro responsabilità per la veridicità delle informazioni ivi pubblicate³⁶.

Per un verso, il regolatore italiano ha identificato nel portale on-line un intermediario nei flussi informativi (c.d. *information intermediary*)³⁷. Il portale è infatti tenuto a rendere disponibili agli investitori tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente³⁸, ad aggiornarle costantemente e a renderle accessibili anche a seguito della chiusura dell'offerta³⁹.

³⁶ Per una più ampia analisi della disciplina domestica in materia di *crowdfunding*, sia per quanto attiene alle regole di condotta gravanti sui gestori del portale, sia per quanto concerne le norme poste a protezione dell'investimento in capitale di rischio di *start-up* innovative (potere di revoca spettante all'investitore non professionale, quota di sottoscrizione riservata ad investitori professionali, strumenti di tutela per l'ipotesi di cambio del controllo della società), si veda A. GUACCERO, *La start-up innovativa in forma di società a responsabilità limitata: raccolta del capitale di rischio ed equity crowdfunding*, in *Banca Borsa Tit. Cred.*, 6, 2014, pp. 718 ss.

³⁷ V. M. VITALI, *Equity Crowdfunding: la nuova frontiera della raccolta del capitale di rischio*, in *Riv. Soc.*, 2-3, 2014, p. 389.

³⁸ Regolamento Consob, art. 13, co. 2: «Il gestore rende disponibili agli investitori, in maniera dettagliata, corretta, chiara, non fuorviante e senza omissioni, tutte le informazioni riguardanti l'offerta che sono fornite dall'emittente affinché gli

stessi possano ragionevolmente e compiutamente comprendere la natura dell'investimento, il tipo di strumenti finanziari offerti e i rischi a essi connessi e prendere le decisioni in materia di investimenti in modo consapevole». Le informazioni relative all'offerta che il portale è tenuto a pubblicare sono espressamente indicate nell'Allegato 3 del Regolamento: i) informazioni sui rischi (descrizione dei rischi specifici dell'emittente e dell'offerta); ii) informazione sull'emittente e sugli strumenti finanziari oggetto dell'offerta (e.g. descrizione dell'emittente, degli organi sociali del progetto industriale, ecc.); iii) informazioni sull'offerta (e.g. eventuali costi e commissioni posti a carico dell'investitore, termini e condizioni per il pagamento e per l'assegnazione degli strumenti finanziari sottoscritti, ecc.); iv) informazioni sugli eventuali servizi offerti dal gestore del portale con riferimento all'offerta.

³⁹ Regolamento Consob, art. 13, co. 4: «Il gestore assicura che le informazioni fornite tramite il portale siano aggiornate, accessibili almeno per i dodici mesi succes-

L'eventuale violazione di tali regole di condotta comporta, oltre che l'applicazione di una sanzione amministrativa, anche la sospensione dal registro dei portali ⁴⁰.

Per altro verso, l'Autorità ha imposto che in ogni offerta sia pubblicata un'apposita avvertenza tesa a informare gli investitori che l'intermediario non è in alcun caso responsabile per la completezza e la veridicità delle informazioni trasmesse. La Consob, quindi, ha preferito non investire il portale di un obbligo giuridico di operare quale filtro di accesso al mercato ⁴¹.

Negli Stati Uniti il processo di regolazione del *crowdfunding* è da poco giunto a conclusione. Alla normativa primaria, contenuta nel Titolo III del JOBS Act, ha fatto seguito di recente la disciplina di rango regolamentare, emanata dalla SEC il 30 ottobre del 2015 dopo un lunga fase di pubblica consultazione ⁴².

Similmente alla Consob, anche la SEC ha inteso affidare al portale, *inter alia*, il compito di garantire il pieno adempimento degli obblighi di trasparenza gravanti sull'emittente ⁴³. Ciò che più vistosamente differenzia il regolatore statunitense dal suo omologo italiano è l'espressa imposizione in capo al portale di pregnanti doveri di monitoraggio e di interdizione, prescrivendo all'intermediario di negare l'accesso al proprio sito ove abbia ragione di ritenere che l'emittente non soddisfi i requisiti di onorabilità prescritti dalla legge ovvero — per quel che qui più interessa — ove abbia ragione di ritenere che vi sia un rischio di frode o di altro nocumento per la tutela degli investitori ⁴⁴. L'eventuale violazione di tali norme ad opera degli intermediari

sivi alla chiusura delle offerte e rese disponibili agli interessati che ne facciano richiesta per un periodo di cinque anni dalla data di chiusura dell'offerta».

⁴⁰ Art. 50-quinquies, co. 7, Testo Unico della Finanza ("T.U.F."); art. 13, co. 4, Regolamento Consob.

⁴¹ Allegato 3 del Regolamento Consob, par. 1: «Il gestore assicura che per ciascuna offerta sia preliminarmente riportata con evidenza grafica la seguente avvertenza: "Le informazioni sull'offerta non sono sottoposte ad approvazione da parte della Consob. L'emittente è l'esclusivo responsabile della completezza e della veridicità dei dati e delle informazioni dallo stesso fornite"[...]».

⁴² La proposta di regolazione era infatti stata pubblicata quasi due anni prima, il 23 ottobre 2013. Alla data odierna, peraltro, il Regolamento SEC (disponibile all'indirizzo <http://www.sec.gov/rules/final/2015/33-9974.pdf>) non risulta ancora pubblicato sul Registro Federale ed entrerà in vigore soltanto decorsi 180 giorni decorsi da tale adempimento pubblicitario.

⁴³ Regolamento SEC, Rule 301(a): «*An intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities Act must have a reasonable basis for believing that an issuer seeking to offer and sell securities in reliance on Section 4(a)(6) of the Securities through the intermediary's platform complies with the requirements in Section 4A(b) of the Act and the related requirements in Regulation Crowdfunding. In satisfying this requirement, an intermediary may rely on the representations of the issuer concerning compliance with these requirements unless the intermediary has reason to question the reliability of those representations.*».

⁴⁴ Regolamento SEC, Rule 301(c): «*[An intermediary must] deny access to its platform to an issuer if [it][...]:*

(1) has a reasonable basis for believing that the issuer or any of its officers, directors (or any person occupying a similar status or performing a similar function) or beneficial owners of 20 percent or more of the issuer's outstanding voting equity secu-

legittima la SEC ad agire in giudizio contro i portali per farne valere la responsabilità ex Section 20 del Securities Act del 1933⁴⁵.

Quale logico corollario del ruolo così disegnato per il portale, la SEC ha inoltre precisato che la norma sulla responsabilità dell'emittente per i danni causati dalla divulgazione di false informazioni⁴⁶ debba essere intesa nel senso di estenderne l'ambito soggettivo di applicazione anche agli intermediari. Una simile interpretazione, si è argomentato, fornisce al portale "pieni incentivi economici" nel condurre approfondite indagini sull'emittente e sul relativo personale. La scelta di considerare l'intermediario responsabile per eventuali frodi, al pari dell'emittente, è stata aspramente criticata in sede di pubblica consultazione del regolamento. Cionondimeno, la SEC ha mantenuto fermo il proprio orientamento, giudicando inopportuno precludere ai risparmiatori la possibilità di agire nei confronti del portale in caso di frode⁴⁷.

5.2. *La capacità del portale di operare come gatekeeper.*

Come si è già anticipato, non avrebbe alcun senso qualificare il

rities, calculated on the basis of voting power, is subject to a disqualification under Rule 503. In satisfying this requirement, an intermediary must, at a minimum, conduct a background and securities enforcement regulatory history check on each issuer whose securities are to be offered by the intermediary and on each officer, director or beneficial owner of 20 percent or more of the issuer's outstanding voting equity securities, calculated on the basis of voting power;

(2) believes that the issuer or the offering presents the potential for fraud or otherwise raises concerns regarding investor protection. In satisfying this requirement, an intermediary must deny access if it believes that it is unable to adequately or effectively assess the risk of fraud of the issuer or its potential offering. In addition, if an intermediary becomes aware of information after it has granted access that causes it to believe that the issuer or the offering presents the potential for fraud or otherwise raises concerns regarding investor protection, the intermediary must promptly remove the offering from its platform, cancel the offering, and return (or, for funding portals, direct the return of) any funds that have been committed by investors in the offering».

⁴⁵ La Section 20 del Securities Act del 1933 consente alla SEC di agire in giudizio

per ottenere un rimedio inibitorio (*injunctive relief*) o risarcitorio (*civil penalties*) nei confronti di chiunque violi alcuna delle disposizioni contenute nel Securities Act o in un regolamento adottato in attuazione della legge medesima. Risulta meno chiaro, invece, se sia configurabile una responsabilità diretta degli intermediari nei confronti degli investitori, v. BRADFORD, *supra* nota 18, p. 8.

⁴⁶ V. *supra* nota 21.

⁴⁷ V. Regolamento SEC, *Scope of Statutory Liability*, p. 339: «[...]On the basis of this definition [di "issuer" come prevista dalla Section 4A(c)(3)] it appears likely that intermediaries, including funding portals, would be considered issuers for purposes of this liability provision». «[...] We are specifically declining to exempt funding portals (or any intermediaries) from the statutory liability provision of Section 4A(c) or to interpret this provision as categorically excluding such intermediaries. We do not believe that we should preclude the ability of investors to bring private rights of action against funding portals (or any intermediaries). Such a categorical exemption or exclusion could pose undue risks to investors by providing insufficient incentives for intermediaries to take steps to prevent their platforms from becoming vehicles for fraud». Per una critica di tale interpretazione estensiva, v. S. BRADFORD, *supra* nota 18, p. 391.

portale on-line (ed, in generale, un terzo soggetto) come *gatekeeper* se questi, anzitutto, non avesse la capacità di monitorare la commissione dell'illecito ⁴⁸: il *gatekeeper*, infatti, è un soggetto che in virtù di relazioni professionali o commerciali gode di particolari abilità o comunque beneficia di un accesso privilegiato alle informazioni che gli consentono di riconoscere agevolmente gli atti illeciti.

Parimenti, l'intermediario del *crowdfunding* non potrebbe asurgere a *gatekeeper* ove non avesse la capacità di impedire la commissione dell'illecito ⁴⁹: deve cioè escludersi che il potenziale autore dell'illecito abbia accesso a più *gatekeeper*, così che il rifiuto di uno di essi di eseguire la prestazione richiesta (e.g. l'attività di certificazione) non gli impedisca di rivolgersi ad altri senza alcun costo (c.d. serial multiple contracting). Il *gatekeeper* deve offrire un servizio indispensabile e difficilmente sostituibile.

La posizione e le caratteristiche "naturali" del portale, unitamente al quadro normativo prima descritto forniscono utili spunti che consentono di rispondere in senso positivo ad entrambi i quesiti posti. Sono principalmente tre le ragioni che inducono a considerare il portale on-line dotato della capacità di operare come un credibile "certificatore".

In primo luogo, similmente a quanto accade per l'*underwriter*, il portale dispone di un notevole patrimonio conoscitivo. La posizione centrale che il portale occupa nel processo di raccolta dei capitali dovrebbe infatti consentirgli di acquisire sufficienti informazioni sulla qualità dell'emittente. Come si è visto, è la stessa regolamentazione ad imporre al portale che faccia da tramite nella diffusione delle informazioni fornite dalla start-up e che garantisca che queste soddisfino tutti gli obblighi di pubblicità prescritti dalla legge. Nell'adempimento di tale compito non vi è dubbio che il portale goda di una posizione privilegiata per accedere a tutti i dati utili allo svolgimento di una funzione di *gatekeeping*. In virtù di tale conoscenza, infatti, il portale dovrebbe essere in grado di garantire o certificare che le informazioni trasmesse dall'emittente siano veritiere e complete.

In secondo luogo, il portale può far leva su un consistente

⁴⁸ Si ipotizzi una guardia giurata che, per svolgere le proprie funzioni, monitori a distanza un ambiente mediante un sistema di telecamere a circuito chiuso. Non rileva quanto onesta e professionale la guardia sia, la tecnologia limiterà egualmente ciò che essa potrà percepire. Così, se il sistema di sorveglianza non include la ricezione di suoni, la guardia non potrà udire eventuali spari; se la telecamera ha angoli ciechi, la visuale della guardia resterà limitata. Così S.H. KIM, *supra* nota 26, p. 422.

⁴⁹ Si ipotizzi una guardia giurata, assunta per garantire la sicurezza di un trasporto, a condizione che non chieda informazioni sul contenuto del carico. Una guardia che si mostri eccessivamente curiosa (circa il contenuto del carico, il destinatario o il motivo del trasporto) non sarà di certo convocata una seconda volta, stante la facilità di reperire sul mercato un altro soggetto che abbia le medesime competenze ma che sia maggiormente discreto. Così, S.H. KIM, *ibidem*.

bagaglio di esperienza e risorse. Trattandosi di un professionista qualificato operante nel settore dell'investimento, il portale possiede sia le qualità che le risorse economiche e umane necessarie per svolgere un'attività di verifica⁵⁰. Talvolta tale caratteristica è garantita dalla stessa regolamentazione che riserva l'attività di gestione dei portali on-line a società già operanti nel settore dei servizi di investimento⁵¹ ovvero a società gestite da chi comunque dimostri di essere in possesso di adeguati requisiti di professionalità⁵². L'esperienza pregressa nel settore di riferimento consente senz'altro ai portali di svolgere l'attività di *gatekeeping* ad un costo relativamente basso.

Infine, il portale dispone senza dubbio della capacità di esercitare una seria influenza sulla società emittente. Sia in Italia che negli Stati Uniti, infatti, la pubblicazione dell'offerta sul sito di un portale on-line rappresenta una condizione imprescindibile perché l'offerta stessa possa godere nel regime di favore previsto per il *crowdfunding*. Ciò implica che laddove l'intermediario non sia sicuro della veridicità delle informazioni trasmesse potrà rifiutarsi di procedere alla pubblicazione dell'offerta. Gli altri portali potranno interpretare tale rifiuto come un segnale di scarsa qualità e non accettare di pubblicare l'offerta sulla propria piattaforma online.

In breve, grazie alla natura del loro rapporto con l'emittente, i

⁵⁰ Si prenda il caso di CROWDCUBE, una delle principali piattaforme di *equity crowdfunding* attualmente operative in UK. Sul relativo sito internet si legge che «Crowdcube is backed by Balderton Capital. Since 2000, Balderton has invested in over 100 companies, principally across Europe. [...] Crowdcube is also proud to be backed by more than 400 fantastic private investors who have collectively invested more than £1.8m across multiple rounds of funded. This support has been vital to our success so far» (<http://www.crowdcube.com/pg/crowdcube-inc-about-us-1>).

⁵¹ Con riguardo alla legislazione statunitense, v. Securities Law del 1933, Section 4A(a)(1), in virtù del quale «A person acting as an intermediary in a transaction involving the offer or sale of securities for the offer or sale of securities for the account of others pursuant to section 77d(6) of this title shall register with the commission as a broker [or as a funding portal]». Con riguardo alla legislazione italiana, v. art. 50-quinquies, co. 2, T.U.F.: «L'attività di gestione di portali per la raccolta di capitali per le start-up innovative è riservata alle imprese di investimento e alle banche autorizzate ai relativi servizi di investimento [...]».

⁵² Con riguardo alla legislazione italiana, l'art. 9 del Regolamento Consob richiede che i portali, diversi dalle banche e dalle società d'investimento, siano amministrati da soggetti scelti secondo criteri di professionalità e competenza fra persone che hanno maturato una comprovata esperienza di almeno un biennio nell'esercizio di: a) attività di amministrazione o di controllo ovvero compiti direttivi presso imprese; b) attività professionali in materie attinenti al settore creditizio, finanziario, mobiliare, assicurativo; c) attività d'insegnamento universitario in materie giuridiche o economiche; d) funzioni amministrative o dirigenziali presso enti privati, enti pubblici o pubbliche amministrazioni aventi attinenza con il settore creditizio, finanziario, mobiliare o assicurativo ovvero presso enti pubblici o pubbliche amministrazioni che non hanno attinenza con i predetti settori purché le funzioni comportino la gestione di risorse economico-finanziarie. A ben vedere, si tratta di requisiti quasi integralmente coincidenti con quelli prescritti dall'art. 1, decreto Ministro del Tesoro dell'11.11.1998, n. 468, per gli esponenti delle società di investimento, società di risparmio e SICAV.

portali si trovano in una posizione peculiare per poter scongiurare il rischio di un “mercato dei limoni”. La partecipazione alla fase preparatoria dell’offerta al pubblico consente loro di ottenere le dovute informazioni sull’emittente; gli intermediari posseggono altresì le abilità e le risorse per raccogliere, valutare e verificare tali informazioni. Infine, i portali possono agevolmente incidere sul comportamento dell’emittente, attraverso il diniego di pubblicare l’offerta e la conseguente chiusura del “cancello”. Pertanto, il loro affiancamento all’emittente consente di certificare la qualità delle informazioni trasmesse da quest’ultimo ⁵³.

5.3. *La volontà del portale di operare come gatekeeper.*

La circostanza che il portale on-line goda di sufficienti strumenti per svolgere un’attività di certificazione non consente di inferire che questi abbia anche la volontà di assumere tale funzione. Il portale è un agente economico ed, in quanto tale, è incentivato ad operare in qualità di *gatekeeper* soltanto a condizione che i benefici derivanti dallo svolgimento di tale attività siano superiori ai relativi costi. Senza dubbio, il principale dei benefici per il portale è quello di evitare il costo che gli deriverebbe da una mancata verifica delle informazioni trasmesse dalla start-up (ossia, dalla mancata chiusura del “cancello”). In sostanza, il portale sarà incentivato ad operare come *gatekeeper* soltanto nella misura in cui rischia di sostenere un costo elevato se la sua connivenza nell’illecito viene rilevata.

L’ultima parte del lavoro, quindi, si occupa dei possibili meccanismi di *enforcement* in grado di incentivare il portale a verificare la *disclosure* dell’emittente nonché idonei ad evitare che il portale si possa sottrarre ai propri doveri di *gatekeeper*, così da individuare quello più adatto alla luce delle peculiarità del mercato del *crowdfunding* ⁵⁴. L’analisi è così strutturata: sono prima descritti i due diversi meccanismi di *enforcement* in grado di modellare gli incentivi del *gatekeeper* (meccanismo reputazionale vs. responsabilità civile) ⁵⁵; sono poi evidenziati i costi che l’imposizione di una responsabilità civile (c.d. *gatekeeping liability*) è

⁵³ V. S. RIZZO, *Intermediari Finanziari ed Equity Crowdfunding: profili di compliance*, in *Rivista della Regolazione dei Mercati*, 2, 2014 (copia digitale disponibile all’indirizzo www.rivistadellaregolazioneideimercati.it), ove si osserva che gli intermediari tipici del *crowdfunding* potrebbero essere qualificati come *gatekeeper* in virtù dei doveri di monitoraggio ed interdizione ad essi imposti dalla regolazione.

⁵⁴ L’indagine dei meccanismi di *enforcement* deve essere condotta al fine di segna-

lare quale sia quello più rispondente a criteri di efficacia ed efficienza, così da individuare quello maggiormente in grado di contenere il danno sociale con minori costi, a carico sia degli agenti economici operanti nel mercato sia per il regolatore. In generale, v. N. GUNNINGHAM, *Enforcement and compliance strategies*, in R. BALDWIN - M. CAVE - M. LODGE (a cura di), *The Oxford Handbook of Regulation*, 2010, pp. 120 e ss.

⁵⁵ V. *infra* par. 5.3.1.

suscettibile di produrre, sollevando al contempo il quesito circa l'effettiva esigenza di ricorrere ad una simile opzione regolatoria ⁵⁶; si argomenta infine la "preferibilità" per un meccanismo di *enforcement* reputazionale, che limita al minimo l'intervento legislativo, evidenziando come gli incentivi di mercato siano di per sé sufficienti per indurre il portale allo svolgimento di una funzione di *gatekeeping*, senza i gravosi oneri imposti da un regime di responsabilità ⁵⁷.

5.3.1. *Meccanismi di enforcement di mercato e giuridici.*

I meccanismi di *enforcement* in grado di orientare gli incentivi di un *gatekeeper* sono sostanzialmente riconducibili a due tipologie: i) meccanismi di mercato; ii) meccanismi giuridici.

I meccanismi di mercato si identificano in quelli idonei ad assicurare che l'adempimento di un dato dovere o lo svolgimento di una data funzione abbia luogo esclusivamente per effetto dei rapporti operanti tra gli agenti del mercato: con riferimento alla funzione di *gatekeeping*, il principale meccanismo di *enforcement* basato sulle forze interne del mercato è quello reputazionale. Come è stato già ampiamente esposto in precedenza, il funzionamento di tale meccanismo presuppone che il *gatekeeper* possieda un significativo capitale reputazionale, così da apparire, agli occhi degli investitori, integerrimo e scarsamente incline ad essere deferente nei confronti del management dell'emittente. La reputazione del *gatekeeper* deve essere "a rischio", al fine di assicurare che ogni profitto che il cliente possa assicurare al *gatekeeper* per la sua connivenza sia ampiamente controbilanciato dal costo di una perdita reputazionale (di lungo termine) ⁵⁸.

I meccanismi giuridici segnano l'intervento regolatorio nel libero funzionamento dei mercati. Nel contesto della funzione di *gatekeeping*, tali meccanismi si concretizzano nella imposizione in capo ad un intermediario reputazionale dell'obbligo giuridico di impedire la commissione dell'illecito attraverso il rifiuto di collaborare con il trasgressore, con connessa responsabilità civile in caso di inadempimento (c.d. *gatekeeping liability*) ⁵⁹.

In materia di *crowdfunding*, si è visto, gli ordinamenti giuridici italiano e statunitense hanno operato due scelte radicalmente differenti. Per un verso, il legislatore italiano ha adottato la prima opzione regolatoria, non esponendo il portale alla minaccia di una responsabilità civile (e, così, non intervenendo giuridicamente sugli incentivi dell'intermediario medesimo); per altro verso, nella legislazione statunitense il portale è sottoposto ad una tipica

⁵⁶ V. *infra* par. 5.3.2.

⁵⁷ V. *infra* par. 5.3.3 e 5.3.4.

⁵⁸ *Amplius supra* par. 4.

⁵⁹ V. R. KRAAKMAN, *supra* nota 26, p. 53.

gatekeeping liability, in quanto gravato da doveri giuridici di monitoraggio e interdizione, nonché (secondo l'orientamento della SEC) da una responsabilità per informazioni false o incomplete⁶⁰. L'adozione di due opzioni regolatorie così significativamente differenti offre lo spunto per valutare quale delle due più si attagli alle peculiarità del mercato del *crowdfunding*.

5.3.2. Sui costi di una *gatekeeping liability* e sull'effettiva necessità di una sua imposizione.

Nella letteratura economica, alcuni hanno affermato che la regolamentazione degli intermediari finanziari, e più in generale del settore finanziario, pregiudicherebbe l'efficiente allocazione dei rischi, conducendo così ad un incremento del costo del capitale. Le forze di mercato, si è detto, forniscono sufficienti incentivi agli attori economici per agire con appropriata diligenza⁶¹.

Pertanto, pare opportuno domandarsi se gli incentivi del portale on-line a svolgere una funzione di *gatekeeping* necessitino o meno di un intervento regolatorio.

Non vi è dubbio, infatti, che l'imposizione di una *gatekeeping liability* in capo all'intermediario del *crowdfunding* sia idonea a produrre benefici a favore degli investitori. Tale opzione regolatoria, infatti, induce i portali a incrementare la sua attività di monitoraggio e di interdizione di eventuali illeciti e soprattutto rimedia alla scarsa capacità deterrente che ha la responsabilità esclusiva dell'emittente: quest'ultimo, infatti, generalmente si identifica con una start-up o con altro soggetto *judgement-proof*⁶².

Cionondimeno, tale intervento regolatorio è suscettibile di produrre dei costi potenzialmente idonei a creare distorsioni all'interno del mercato del *crowdfunding*, qualunque sia il criterio di diligenza prescelto⁶³.

Un regime di responsabilità oggettiva ha senz'altro il beneficio di traslare sui *gatekeeper* l'onere di determinare quale sia il livello ottimale di *compliance*⁶⁴, così sollevando i giudici dal

⁶⁰ V. *supra* par. 3.3.

⁶¹ V. in generale G. STIGLER, *Public Regulation of the Securities Markets*, in *J. Bus.*, 37, 1964, p. 117; G. BENSTON, *Corporate Financial Disclosure in the UK and USA*, Saxon House, 1976.

⁶² V. *supra* nota 13 e il testo corrispondente.

⁶³ Kraakman classifica i costi derivanti dalla previsione di una *gatekeeping liability* in: i) costi amministrativi, vale a dire il costo di vigilare sui *gatekeepers*; ii) costi privati, vale a dire i costi imposti sulle transazioni tra i *gatekeepers* e le loro con-

troparti (tali costi includono il rischio di un eccessivo o insufficiente monitoraggio così come la possibilità che i rischi legali determinino un incremento delle tariffe praticate dall'intermediario); iii) costi terziari, vale a dire i costi gravanti su terze parti con le quali il *gatekeeper* rifiuta di contrattare in virtù di caratteristiche particolari che le qualificano tradizionalmente come controparti 'ad alto rischio'; v. R. KRAAKMAN, *supra* nota 26, p. 75.

⁶⁴ Vale a dire che spetta ai *gatekeeper* individuare quale sia la condotta che, al

compito di verificare la presenza di una condotta secondo buona fede. Tuttavia, il regime di responsabilità oggettiva può condurre ad una iper-deterrenza, punendo anche i *gatekeeper* che, nonostante gli sforzi compiuti in buona fede, non siano stati comunque in grado di identificare l'autore dell'illecito.

Un regime di responsabilità per colpa conduce similmente ad un rischio di iper- o sotto-deterrenza, a seconda del grado di ambiguità con cui sono formulate le regole di condotta e a seconda dei costi che gli agenti sono tenuti ad assumere per adempiere ad esse⁶⁵. L'incertezza sul contenuto delle regole di condotta potrebbe quindi indurre i *gatekeeper* ad essere eccessivamente cauti⁶⁶.

Con riferimento al *crowdfunding*, l'imposizione di tale responsabilità si tradurrebbe anzitutto in un incremento spropositato dei costi di *compliance*: il portale sarebbe tenuto a svolgere una esauriente *due diligence* con riferimento a ciascuno degli emittenti la cui offerta intenda pubblicare sul proprio sito; un'attività che, considerato il numero di progetti che un portale è suscettibile di ricevere, non risulta possibile⁶⁷. L'attività di verifica, che pur deve esserci in quanto cuore pulsante dell'attività del *gatekeeper*, deve però attagliarsi all'ammontare di capitali richiesto e all'investimento medio del singolo investitore⁶⁸.

Tali incrementi dei costi possono quindi creare una distorsione all'interno del mercato del *crowdfunding* in due diversi modi. Assumendo l'anelasticità della domanda, i portali, tenderanno a traslare sui clienti i costi di *compliance* e di una potenziale responsabilità, incrementando così il costo del capitale, a tutto

contempo, eviti il rischio di responsabilità civile e comporti i minori costi possibili.

⁶⁵ V. J. MANNS, *Private Monitoring of Gatekeepers: the Case of Immigration Enforcement*, in *U. Ill. L. Rev.*, 69, 2006, p. 904: «The more ambiguous the question of reasonable compliance is, the greater the residual liability that gatekeepers will face under a negligence standard. Similarly, the higher the costs of compliance relative to liability avoidance strategies, the more likely gatekeeper liability will cause distorting effects on markets. The relative weight of these two factors may largely determine whether negligence liability poses risks of over- or under-deterrence».

⁶⁶ V. S. SHAVELL, *Economic Analysis of Accident Law*, Harvard University Press, 1987, pp. 5-17.

⁶⁷ V. D. ISENBERG, *The Road to Crowdfunding Hell*, HBR BLOG NETWORK, April 23, 2012 (disponibile al sito <http://blogs.hbr.org/cs/2012/04/theroadtocrowdfundinghell.html>): «If investment complexity makes crowdfunding un-

tenable, then the need for due diligence makes it too expensive. When I was a venture capitalist over a decade ago, for each investment (including those we did not follow through on) we spent about \$50,000 just in legal fees, and sometimes hundreds of hours studying the ventures' markets, engaging in business model discussions, talking to prospective customers, interviewing industry experts, studying the technology and intellectual property, and talking to each founder's references, sometimes ten or more per founder. The process of due diligence is absolutely essential to make sense of what may sound like a farfetched idea at first, and to take as much uncertainty out of the investment decision as possible before taking that ultimate leap of faith».

⁶⁸ V. S. CHOI, *supra* nota 19, p. 44, ove si sottolinea che «Intermediaries, however, need not to screen with 100% accuracy to provide investors with useful information. So long as the screening accuracy is greater than 50%, investors learn something from certification».

detrimento delle start-up, già fisiologicamente prive di risorse. Assumendo l'elasticità della domanda, invece, tali costi resteranno a carico dei portali, rendendo il loro compito ancora più costoso e incerto e innalzando una barriera all'ingresso del mercato degli intermediari del *crowdfunding*: è evidente, infatti, che gli intermediari finanziari (banche, società di intermediazione mobiliare, ecc.) sarebbero in tal caso agevolati nella costituzione di un portale on-line ⁶⁹.

Così individuate le distorsioni che l'intervento regolatorio è suscettibile di produrre, occorre domandarsi in che misura la previsione di una *gatekeeping liability* sia necessaria. In effetti, la circostanza che i portali siano capaci di svolgere efficacemente una funzione di certificazione a tutela degli investitori non significa che il legislatore debba necessariamente affidargli tale compito attraverso la minaccia di una responsabilità. Una *gatekeeping liability* è indispensabile soltanto ove i *gatekeeper* siano privi di autonomi incentivi a svolgere in modo corretto la relativa funzione.

L'interrogativo circa l'effettiva necessità di una *gatekeeping liability*, così, diventa un interrogativo circa l'esistenza o meno di incentivi di mercato che siano da soli in grado di indurre i portali ad espletare una funzione di *gatekeeping*.

5.3.3. *Gli incentivi reputazionali del portale on-line.*

Il portale on-line, lungi dal poter essere considerato una mera "vetrina", un mero luogo di esposizione di progetti non sottoposti ad alcuna verifica, rappresenta un tipico intermediario reputazionale.

Chi gestisce un portale è consapevole che, pubblicando un'offerta sul proprio sito, implicitamente mette in gioco anche la propria reputazione sul mercato e che "è sufficiente avere una sola mela marcia nel cesto per rovinare immediatamente anche le altre" ⁷⁰: un'evenienza, questa, che il portale non può concedersi. Non si può infatti negare che, anche negli ordinamenti (come quello italiano) in cui il portale non sia gravato da alcuna responsabilità per comunicazioni decettive, un investitore, vittima di una frode imputabile allo scarso monitoraggio dell'intermediario, difficilmente si rivolgerà in seguito alla stessa piattaforma on-line, salvo che ciò avvenga ad un prezzo scontato.

Di conseguenza, il portale è incentivato a svolgere un'attività di verifica dei progetti sottoposti alla sua attenzione, così da pubbli-

⁶⁹ V. F. PARTNOY, *supra* nota 26, pp. 510-516.

⁷⁰ P. BELLEFLAMME - T. LAMBERT, *Crowdfunding: some empirical findings and*

microeconomic underpinnings, May 15, 2014 (copia digitale disponibile all'indirizzo <http://ssrn.com/abstract=2437786>), p. 12.

care soltanto quelli che si contraddistinguono per la loro elevata qualità. In teoria, quindi, il portale sembra essere munito di incentivi di mercato a svolgere in modo efficiente l'attività di certificazione richiesta al *gatekeeper*.

Cionondimeno, è utile verificare se tali incentivi resistano alle argomentazioni tradizionalmente formulate dalla dottrina avverso l'operatività dei meccanismi di *enforcement* reputazionali ed essenzialmente riconducibili a: i) il grado di concorrenza nel mercato; ii) il rischio di conflitti di interessi.

5.3.4. Segue. *Limiti agli incentivi reputazionali: a) il grado di concorrenza nel mercato.*

Un primo elemento in grado di incidere sull'incentivo del *gatekeeper* a preservare il proprio capitale reputazionale è rappresentato dal grado di concorrenza esistente nel mercato ⁷¹. In un mercato caratterizzato da tendenze oligopolistiche o monopolistiche il *gatekeeper* ha maggiori incentivi al c.d. *shirking* (ossia, a trascurare i doveri inerenti alla propria funzione), atteso che si cura meno di investire in nuove tecnologie o controlli ovvero — più semplicemente — di migliorare il livello dei servizi offerti. In tali circostanze, l'intermediario non è interessato ad avere una reputazione incontaminata ma semplicemente ad averne una non peggiore di quella dei suoi concorrenti ⁷². Con la ulteriore conseguenza che, salvo uno dei *gatekeepers* non operi in modo clamorosamente peggiore degli altri, gli investitori non saranno in grado

⁷¹ V. S. CHOI, *supra* nota 17, p. 959; C. GERNER-BEURLÉ, *The Market for Securities and Its Regulation Through Gatekeepers*, in *Temp. Int'l & Comp. L. J.*, 23, 2009, p. 317. Quest'aspetto è particolarmente evidente con riferimento al mercato delle agenzie di *rating*, delle società di revisione e degli *underwriter*. Relativamente alle agenzie di *rating*, le cc.dd. *Big Three* (Standard&Poor's, Moody's e Fitch) detengono quasi il 95% del mercato globale dei servizi di *rating* con quote, rispettivamente, del 40% (S&P e Moody's) e del 15% (Fitch), così G. OLIVIERI, *I servizi di rating tra concorrenza e regolazione*, in *AGE*, 2, 2012, p. 284, ove si osserva che la concorrenza nel mercato globale del *rating* è ostacolata non solo da posizioni di mercato consolidate nel tempo in capo alle dette imprese, quanto anche (e soprattutto) dagli interventi dei regolatori nazionali e internazionali, i quali hanno contribuito in misura determinante «a rallentare — se non addirittura ad impedire — il corretto funzionamento dei meccanismi concorrenziali che dovrebbero operare in quel mercato, a cominciare da quello

reputazionale», p. 289. Il mercato dei servizi di *auditing* è altamente concentrato, atteso che quattro società di revisione (Ernst&Young, Deloitte&Touche, KPMG e PriceWaterhouseCoopers) offrono le proprie prestazioni a circa l'80% di tutte le società quotate negli Stati Uniti e in Europa: v. GOVERNMENT ACCOUNTABILITY OFFICE, *Public Accounting Firms: Mandated Study on Consolidation and Competition*, 2003, p. 16 (per gli Stati Uniti) and LONDON ECONOMICS, *Study on the Economic Impact of Auditors' Liability Regimes*, 2006, p. 31 (per l'Europa). Il mercato dei servizi offerti dagli *underwriters*, benché meno concentrato, presenta egualmente tendenze oligopolistiche: v. AA. VV., *Trends in Financial Market Concentration and Their Implications for Market Stability*, FRBNY ECONOMIC POLICY REVIEW, 13, 2007, p. 38, ove si mostra che negli Stati Uniti le cinque principali banche d'investimento offrono i propri servizi in circa il 60% di tutte le offerte pubbliche iniziali e in circa il 56% delle emissioni obbligazionarie negli anni dal 1990 al 2004.

⁷² V. J. PAYNE, *supra* nota 30, p. 17.

di “distinguere tra diverse sfumature di grigio”⁷³ e difficilmente opereranno per un cambio dell’intermediario cui richiedere la prestazione del servizio.

Sebbene il mercato dell’*equity crowdfunding* sia solo agli albori e non sia quindi possibile ragionare sulla base di consolidate dinamiche di mercato, sembra potersi escludere che nel futuro si possano concretizzare tendenze oligopolistiche. Anzitutto, prendendo a riferimento il caso italiano, il numero di imprese presenti nel mercato è in continua crescita: si consideri che, in soli due anni dall’istituzione del relativo registro presso la Consob, risultano registrate già diciannove piattaforme, di cui dieci operative⁷⁴. Inoltre, i costi di ingresso nel relativo mercato appaiono alquanto contenuti, atteso che non è richiesto a chi intende entrare lo sviluppo di particolari tecnologie⁷⁵ e che non esistono peculiari ostacoli a livello regolatorio⁷⁶; anzi, il regime di iscrizione per i portali on-line risulta particolarmente agevolato.

Naturalmente, trattandosi di un mercato in cui un ruolo centrale è ricoperto dal capitale reputazionale, una naturale barriera all’ingresso (sia pur non insormontabile) verrà a crearsi quando, nel prossimo futuro, alcuni intermediari saranno stati in grado di consolidare, in qualità di *repeat player*, una propria reputazione.

5.3.5. Segue. b) *I conflitti di interesse.*

Senza dubbio la principale limitazione che il portale on-line — e gli intermediari reputazionali in generale — possono incontrare nell’operare come un effettivo *gatekeeper* risiede nell’eventualità che sorga un conflitto d’interessi tra l’intermediario medesimo e coloro i quali questi dovrebbe tutelare, vale a dire gli investitori destinatari della *disclosure* dell’emittente. In particolare, a seguito degli scandali intercorsi all’inizio del decennio scorso, la letteratura gius-economica ha evidenziato come gli incentivi reputazionali di alcuni *gatekeepers* siano stati notevolmente influenzati dalla prestazione ai propri clienti di servizi ancillari a quello di certificazione e maggiormente remunerativi rispetto ad esso⁷⁷. La prestazione di tali servizi ha determinato la “cattura”

⁷³ V. J. COFFEE, *Gatekeepers*, *supra* nota 26, p. 320.

⁷⁴ La sezione ordinaria e la sezione speciale del Registro è consultabile on-line all’indirizzo http://www.consob.it/main/intermediari/cf_gestori/index.html.

⁷⁵ Come accade, per esempio, nel mercato delle agenzie di *rating* per il cui accesso è richiesto lo sviluppo di peculiari metodologie, v. J. PAYNE, *supra* nota 30, p. 5.

⁷⁶ Come accade, ancora, nel mercato delle agenzie di *rating*, dove in alcuni casi il

legislatori ha subordinato l’esenzione da specifici requisiti regolamentari per gli emittenti al conseguimento di un elevato *rating* da parte di specifiche agenzie, *ivi*, p. 17.

⁷⁷ V. S. CHOI, *A Framework for the Regulation of Securities Market Intermediaries*, in *Berkeley Bus. L. J.*, 1, 2004, p. 51; J. COFFEE, *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, *supra* nota 26, pp. 322-325; L. CUNNINGHAM, *supra* nota 26, p. 343.

del *gatekeeper* ad opera del cliente: i *gatekeepers* sono diventati cioè maggiormente inclini ad indulgere in caso di commissione di illeciti, atteso che avrebbero altrimenti perso i ricavi provenienti dai servizi ancillari.

Per quel che interessa in questa sede, al fine di valutare il grado di indipendenza del portale on-line dai propri clienti, appare utile un confronto con il sistema di incentivi dell'*underwriter*, vale a dire del *gatekeeper* che — per la natura dei servizi offerti — è maggiormente assimilabile all'intermediario dell'*equity crowdfunding*.

L'*underwriter*, si è detto, è chiamato a svolgere un ruolo di *gatekeeper* nell'ambito delle offerte pubbliche iniziali (o *IPO*), trattandosi dell'unico soggetto che, relativamente a quanto non già verificato da chi è incaricato della revisione contabile, ha il *background* e la conoscenza per condurre una sufficiente indagine dell'offerta a tutela degli investitori. L'*underwriter* «deve vestire i panni dell'avvocato del diavolo»⁷⁸, vale a dire deve condurre la propria attività di verifica in completa autonomia dal management dell'emittente, così da indurre quest'ultimo ad una completa e veritiera *disclosure* nel prospetto d'offerta⁷⁹.

Cionondimeno, l'*underwriter* non è suscettibile di essere qualificato come un *gatekeeper* “indipendente”⁸⁰, atteso il conflitto che può generarsi tra, da un lato, la sua funzione di tutore degli investitori e, dall'altro, quella di venditore degli strumenti finanziari offerti dall'emittente⁸¹. L'*underwriter*, peraltro, non opera solo come promotore degli strumenti ma presta altresì la sua consulenza all'emittente nella fase preliminare all'offerta; spesso

⁷⁸ L'espressione («*the underwriter must play devil's advocate*») è contenuta nella sentenza *In re WorldCom, Inc. Sec. Litig.* 346 F. Supp. 2d, p. 675.

⁷⁹ Non a caso l'*underwriter* viene generalmente indicato dalla legge come legittimato passivo dell'azione esercitata dall'investitore per il risarcimento dei danni causati da informazioni false o incomplete nel prospetto d'offerta. V. Sec. 11 del Securities Act del 1933 (per la legislazione statunitense) e l'art. 94 del T.U.F. (per la legislazione italiana).

⁸⁰ La distinzione tra *gatekeepers* “dipendenti” e “indipendenti” si deve a A. LAMY, *Differentiating Gatekeepers*, in *Brook. J. Corp. Fin. & Com. L.*, 1, 2006, p. 119. La qualifica di “indipendente” è usata per indicare i *gatekeepers* chiamati a intervenire come arbitri imparziali, soggetti autonomi che possano valutare con spirito critico una serie di fatti e rendere un'opinione obiettiva (e.g. revisori contabili, analisti finanziari). Sono da considerare “dipen-

denti”, invece, i *gatekeepers* che dipendono dal proprio cliente per determinare la natura e lo scopo della loro funzione e che forniscono al cliente medesimo consigli e raccomandazioni per consentirgli di raggiungere i suoi risultati. Di conseguenza, i *gatekeepers* dipendenti sono spesso legati al cliente da una relazione fiduciaria (si pensi, e.g., agli avvocati).

⁸¹ J. LEAHY, *The Irrepressible Myths of Barchris*, in *Del. J. Corp. L.*, 37, 2013, pp. 473-475: «*The job for which the underwriter is paid by the issuer is to market the issuer's story and its securities to the public. An issuer wants an offering to proceed and to receive a high price for its securities. [...] Issuers know that negative disclosure can reduce the offering price for their securities and may not take kindly to being told to make such disclosures. [...] Underwriters then must worry that playing a staunch advocate for investors in due diligence will lead the issuer to never retain its services again*».

presenta altresì un interesse economico (diretto o indiretto) in un'offerta e talvolta investe direttamente nei propri clienti⁸². In aggiunta a ciò, si consideri che gli *underwriter* svolgono molteplici servizi per i propri clienti, non rientranti nella funzione di *underwriting* ma maggiormente lucrativi rispetto ad essa, come la concessione di finanziamenti⁸³. Conseguentemente, l'*underwriter* è spinto a coltivare il proprio rapporto professionale con il cliente, anche al fine di ottenere il mandato a svolgere ulteriore attività di consulenza o altre prestazioni successiva all'offerta. Il risultato finale, come anticipato, è una "cattura" del *gatekeeper*, con conseguente indebolimento degli incentivi reputazionali a svolgere la propria attività di certificazione.

Con riferimento al portale on-line, sembra potersi escludere che esistano le condizioni su indicate per l'insorgere di pericolosi conflitti di interesse. Il legislatore, infatti, è intervenuto per fissare specificamente le operazioni che il portale medesimo può compiere. Così, sia negli Stati Uniti che in Italia, ai portali è inibita la possibilità di svolgere attività di sollecitazione, consulenza o di gestione delle somme investite⁸⁴: ciò contribuisce senz'altro a distanziare il portale sia dagli emittenti che dagli investitori. Più in generale, si deve prendere in considerazione la circostanza che il portale, per la natura dell'attività svolta e per le restrizioni poste dalla legge, tende a non avere rapporti di lungo termine con i propri clienti, esauendo piuttosto la propria funzione con il completamento dell'offerta. Alla luce di tali caratteristiche, si comprende che il portale difficilmente potrebbe essere "catturato" dal proprio cliente, presentandosi come un *gatekeeper* molto più indipendente dell'*underwriter*.

È altresì da escludere che le modalità di remunerazione possano incentivare il portale a filtrare le informazioni negative da riportare al mercato. Per un verso, invero, la circostanza che il portale sia generalmente pagato attraverso una percentuale dell'ammontare raccolto (quindi a condizione che l'offerta abbia avuto suc-

⁸² V. A. Laby, *supra* nota 80, pp. 133-134.

⁸³ V. S. Drucker - M. Puri, *On the Benefits of Concurrent Lending and Underwriting*, in *J. Fin.*, 60, 2005, p. 2763.

⁸⁴ Con riferimento alla legislazione statunitense, v. Securities Exchange Act del 1934, Section 3(a)(80), ai sensi del quale il portale non può «A) offer investment advice or recommendations; B) solicit purchases, sales or offers to buy the securities offered or displayed on its website or portal; C) compensate employees, agents, or other persons for such solicitation or based on the sale of securities displayed or referenced on its website or portal; D) hold, manage,

possess or otherwise handle investor funds or securities; or E) engage in such activities as the Commission, by rule, determines appropriate». Con riferimento alla legislazione italiana, v. Regolamento Consob, art. 13, co. 3, secondo periodo, ai sensi del quale «Il gestore [...] si astiene dal formulare raccomandazioni riguardanti gli strumenti finanziari oggetto delle singole offerte atte a influenzare l'andamento delle adesioni alle medesime»; v. altresì art. 50-quinquies, co. 4, T.U.F.: «I soggetti iscritti nel registro di cui al comma 2 non possono detenere somme di denaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi».

cesso)⁸⁵ indurrebbe a temere che l'intermediario sia incentivato a lavorare più sulla quantità che sulla qualità delle offerte. Per altro verso, tuttavia, è necessario considerare che il portale ha molti clienti, ciascuno dei quali paga una commissione che è estremamente modesta sia in termini assoluti (considerato che la legge fissa un tetto massimo alle offerte che possono godere del regime agevolativo)⁸⁶ sia in termini relativi (vale a dire rispetto all'ammontare generale dei guadagni dell'intermediari). La base di clienti diversificata, la breve durata del rapporto professionale, l'ammontare di guadagni derivanti dalla singola operazione, fanno sì che il "costo di resistenza" (vale a dire il costo derivante al *gatekeeper* dalla perdita del cliente)⁸⁷ sia estremamente contenuto confrontato con la perdita reputazionale derivante dalla connivenza con il comportamento illecito dell'emittente.

6. CONCLUSIONI.

Alla luce dell'analisi sopra esposta, è possibile giungere alle seguenti conclusioni.

Il mercato dell'*equity crowdfunding*, come ogni mercato in cui sono offerti strumenti finanziari in sottoscrizione agli investitori, è esposto al rischio che siano diffuse comunicazioni decettive. Questo pericolo risulta particolarmente esacerbato da due circostanze: i) l'emittente si identifica in una start-up, ossia in un soggetto difficilmente in grado di segnalare autonomamente la credibilità della propria offerta; ii) l'utilizzo della rete telematica amplia la platea di investitori non sofisticati coinvolti, tipicamente privi delle risorse e degli incentivi per sostenere i costi di verifica delle informazioni ricevute.

Si rende allora necessaria la presenza di un *gatekeeper*, ossia di un soggetto terzo rispetto alle parti coinvolte nella transazione che, impiegando il proprio capitale reputazionale, certifichi l'accuratezza e la credibilità della *disclosure* della start-up.

Nell'ambito del *crowdfunding*, questo intermediario può essere identificato nel portale on-line.

⁸⁵ Per esempio, CROWDCUBE (piattaforma operante nel Regno Unito) impone una commissione del 5% del capitale raccolto, cui si aggiungono commissioni per la *due diligence* e per attività di mera amministrazione dell'offerta (v. <http://www.crowdcube.com/pg/crowdcube-faq-20>); UNICASEED (piattaforma operante in Italia) impone una commissione del 5% del capitale raccolto (v. <http://www.unicaseed.it/Faq.aspx>); STARSUP (piattaforma operante in Italia) impone una commissione in % sul capitale raccolto e variabile a seconda dell'offerta (v. <http://www.starsup.it/faq/>).

⁸⁶ Sia la legislazione italiana che quella statunitense hanno fissato un tetto massimo all'ammontare di capitale che una start-up può richiedere tramite il *crowdfunding*: €5 mln. in Italia e \$1 mln negli Stati Uniti. Tuttavia l'ammontare medio di capitale richiesto, finora, in Italia è stato di € 200.000.

⁸⁷ V. S.H. KIM, *supra* nota 26, p. 431, definisce il costo di resistenza come «[...]the *gatekeeper's loss of ordinary patronage from its wrongdoing client. So, gatekeepers who rely heavily on single clients are quiet susceptible to client's threats to take their business elsewhere*».

Questi anzitutto è in grado di svolgere la funzione di *gatekeeping*. In virtù della sua naturale posizione nel processo di raccolta dei capitali, delle risorse umane ed economiche di cui dispone, del carattere “necessario” della prestazione offerta, il portale è capace di monitorare e intervenire per impedire la commissione di un illecito da parte dell’emittente.

Non solo. L’analisi ha evidenziato che non sussistono valide ragioni per dubitare che il portale sia animato da sufficienti incentivi per agire in qualità di *gatekeeper*. Non si riscontrano tendenze oligopolistiche nel mercato di riferimento; né la prestazione di servizi ancillari o peculiari modalità di remunerazione possono determinare l’insorgere di conflitti d’interesse tra l’intermediario e gli investitori che è chiamato a tutelare.

Stante che il portale appare autonomamente propenso a svolgere una funzione di *gatekeeping*, la scelta operata dal regolatore statunitense — ma non dall’omologo italiano — di estendere all’intermediario la responsabilità per comunicazioni decettive risulta quantomeno criticabile.

Il rischio, infatti, è che gli investitori non esitino ad agire in giudizio nei confronti del portale ogniqualvolta il progetto finanziato non abbia buon esito, ipotesi questa tutt’altro che peregrina considerato che le imprese coinvolte sono perlopiù start-up. D’altronde, è sul portale che grava l’onere di provare che non avrebbe potuto essere a conoscenza della falsità delle informazioni pubblicate sul suo sito ⁸⁸.

Una simile soluzione regolatoria, in altri termini, imporrebbe all’intermediario di sostenere i gravosi costi di una copertura assicurativa o di un’approfondita verifica circa la veridicità di ogni informazione veicolata sulla sua piattaforma e diffusa al pubblico dei risparmiatori. Il risultato, in particolare, è che il portale ragionevolmente non acconsentirà a pubblicare — chiudendo quindi il “cancello” — offerte provenienti da piccole imprese ad alto tasso di rischio, specialmente ove esse mirino a raccogliere un esiguo importo di capitali: in un siffatto scenario un’attività di minuzioso controllo da parte dell’intermediario risulterebbe antieconomica.

Per quanto tutto ciò potrebbe giustificarsi nell’ottica di una migliore protezione degli investitori, si deve evidenziare che viene così frustrata la stessa idea ispiratrice del *crowdfunding*, vale a dire la volontà di creare nuove fonti di capitali per quelle imprese incapaci di accedere ai tradizionali canali di finanziamento.

In conclusione, un regime di responsabilità del portale on-line, teso ad attivarsi ogniqualvolta questi non abbia rilevato falsità od omissioni nelle informazioni trasmesse dalla start-up, appare una

⁸⁸ V. *supra* nota 21.

previsione non solo non necessaria ma addirittura foriera di costi superflui e di pericolose distorsioni. Deve quindi accogliersi con favore la scelta — si potrebbe dire di stampo “liberista” — adottata dal regolatore italiano, con la quale si è inteso affidare agli incentivi di mercato lo svolgimento dell’attività di intermediazione tra la domanda e l’offerta di credito nel mercato del *crowdfunding*.