

La disciplina dell'*equity crowdfunding* nella prospettiva dell'emittente e del diritto societario: verso il sub-tipo emittente digitale?

1.- Quali sono le implicazioni di diritto societario che possono trarsi dall'emersione recente del tipo 'emittente digitale', intendendosi per tale la società di capitali che raccoglie capitale di rischio ('capitale' in senso proprio, con emissione pertanto di vere e proprie partecipazioni sociali, secondo quanto al momento risulta essere l'ipotesi 'socialmente tipica' in Italia a differenza ad esempio di quanto avviene in Germania, dove prevale l'emissione di strumenti finanziari partecipativi 'fuori capitale') su portali autorizzati? A noi pare - pur con tutte le cautele che sono necessarie nel formulare prognosi su evoluzioni normative e/o contrattuali future in una materia ancora in uno stato embrionale e caratterizzata da dinamiche di sviluppo rapide, spesso dirompenti e per certi aspetti imprevedibili – che *le significative deviazioni dal tipo della s.r.l. dettate dalla disciplina italiana recente per l'emittente che si rivolga all'equity crowdfunding costituiscano una consapevole (prima) presa d'atto da parte del legislatore che 'l'emittente digitale' è per molti aspetti altro rispetto all'emittente 'off line' e sollecita pertanto uno "statuto organizzativo", per via di autodisciplina e/o di regolamentazione, capace di corrispondere alle proprie particolarità.* Un nuovo sub-tipo societario, dunque.

2.- Sarebbe pertanto un errore traslare in questo contesto – *e per intero* – tanto il diritto societario quale è stato consegnato dalla tradizione dell'economia non digitale quanto il regime, più evoluto, degli emittenti quotati nell'ecosistema altro dal *web*. L'argomento è stato affrontato, dandone convincente dimostrazione quanto al secondo aspetto - seppur di necessità con conclusioni di tipo normativo ancora provvisorie (in cauta attesa che l'esatta "natura dei fatti" si precisi e che il mercato assuma una dimensione e una profondità storica che autorizzino un più ampio riscontro empirico) - da John Armour e Luca Enriques¹ in un recente e felice lavoro, che offre il necessario inquadramento di analisi economica (anche comportamentale) al nostro discorso nonché ampi spunti comparatistici in relazione almeno ai regimi statunitense e inglese (ove, rispettivamente, si è avuta, seppur con adattamenti, nel primo caso la traslazione all'*equity crowdfunding* della *mandatory disclosure* propria della *securities law*, e nel secondo caso l'attrazione verso il regime di tutela del consumatore; ciò che determina esiti ben diversi, anche in punto di costi di emissione, sostanzialmente doppi nel primo dei due ordinamenti considerati). Quell'analisi trova corrispondenza e conforto nelle conclusioni cui pure perviene, per la Germania (ove due portali costituiscono ormai mercati pienamente sviluppati, e che dunque inviano segnali di certo interesse in una prospettiva normativa), Tobias Tröger² e un'ampia letteratura tedesca, anche precedente, che ha scandagliato in profondità il tema, nonché l'ampio lavoro analitico, che considera anche Italia, Francia, Belgio e Austria, di Hornuf e Schwienbacher (solo a limitarsi ai contributi editi

¹ J. Armour, L. Enriques, 'The Promise and Perils of Crowdfunding: Between Corporate Finance and Consumer Contracts', in *Modern Law Review*, Volume 81, Issue 1, pp. 51-84, 2018.

² T. Tröger, 'Remarks on the German Regulation of Crowdfunding', in *Revue trimestrielle de droit financier*, No. 3, pp. 79-84, 2017.

nell'ultimo anno)³. Non occorre dunque ritornare qui sulle premesse teoriche che giustificano le diverse scelte normative possibili in questa materia. Merita invece concentrare l'attenzione sul particolare "precipitato" di diritto positivo che è frutto di queste premesse di analisi economica, avendo riguardo specifico allo "statuto societario" dell'emittente digitale. Del resto è, questo, un campo, in cui la sperimentazione, anche giuridica (vuoi sul piano contrattuale e statutario vuoi su quello normativo), è non solo opportuna ma addirittura necessaria. Ed è, questo, un terreno naturale di elezione per forme di sperimentazione "in ambiente protetto", attraverso strumenti, debitamente strutturati, di "regulatory sandbox", come ha recentemente ricordato, offrendone analitica dimostrazione, Dirk Zetsche⁴.

3.- Una seconda premessa è necessaria al fine di delimitare il campo della nostra analisi. La nostra, qui, è una prospettiva di diritto interno; di conseguenza ci interroghiamo sull'*equity crowdfunding*, e in particolare sulle ricadute di questo modello di finanziamento sulla rete sullo "statuto societario", nello specchio della sua attuale realtà fenomenologica in Italia (pur cercando, al contempo, di tener conto di quanto le attuali dinamiche autorizzino a presagire per il futuro). E' evidente infatti che il diritto societario interno, pur potendosi avvalere anche qui, e assai utilmente, delle indicazioni che vengono dai modelli stranieri, debba di necessità avere riguardo alla fenomenologia della realtà del proprio ambiente di riferimento. E, per vero, la rappresentazione puntuale di questa realtà offre già un primo campionario di fattispecie "socialmente tipiche" (non solo sul piano dell'organizzazione dei portali ma anche) in relazione all'organizzazione societaria dell'emittente digitale. Ne dà puntuale testimonianza l'Osservatorio *Crowdfunding* del Politecnico di Milano⁵, il cui ultimo rapporto annuale (pubblicato a luglio 2018) evidenzia che:

a) finora, la quasi totalità dei proponenti la raccolta tramite *equity crowdfunding* ha conservato la maggioranza dei diritti di voto e patrimoniali dell'emittente (percentuale media di capitale collocata mediante equità crowdfunding, 13,5 %; in 13 campagne, addirittura, è stato offerto solo il 2% del capitale; solo in 5 offerte si è avuto il collocamento di più del 50% del capitale sociale);

b) si sta consolidando la preferenza dei proponenti per l'offerta di quote di capitale con diritti differenziati rispetto a quelli riservati ai fondatori dell'emittente digitale; in molti casi quote con diritto di voto vengono attribuite solo a fronte di un investimento che supera una certa soglia (c.d. offerte miste: negli ultimi 12 mesi ben il 65% dei casi); in circa il 12% dei casi sono offerte partecipazioni senza diritti di voto; in altre ipotesi vi sono partecipazioni con voto limitato. Sembra esistere una certa correlazione tra queste caratteristiche della proposta di investimento e le preferenze dei portali utilizzati: *il che induce a ritenere che l'autodisciplina, veicolata dai portali, ha capacità conformativa sul piano delle scelte organizzative degli 'emittenti digitali'*;

³ L. Hornuf, A. Schwienbacher, 'Should securities regulation promote equity crowdfunding?', in *Small Business Economics*, Volume 49, Issue 3, pp. 579-593, 2017.

⁴ D. Zetsche, R. Buckley, D. Arner, J. Barberis, 'Regulating a Revolution: From Regulatory Sandboxes to Smart Regulation', in *EBI Working paper series*, No. 11, 2017.

⁵ I dati che seguono nel testo sono tratti dal *Terzo Report italiano sul Crowdinvesting* del Politecnico di Milano del luglio 2018, disponibile al link <http://www.osservatoriocrowdinvesting.it/portal/minibond/default>.

c) frequente è una soglia minima di investimento, su base unitaria: sussiste tuttavia una certa granularità di soluzioni, dal momento che vi sono casi (in verità rari: circa il 2% negli ultimi 12 mesi) in cui la soglia minima di investimento è bassa (fino a 100€) e casi (circa l'8% negli ultimi 12 mesi) in cui la soglia minima è più alta (in genere 1.000€, ma in taluni casi anche 5.000€); la maggior parte delle offerte (circa il 90% negli ultimi 12 mesi) prevede una soglia minima compresa tra € 101 e € 1.000;

d) il tipo societario largamente prevalente è quello della s.r.l., e in particolare delle *start up* innovative in forma di s.r.l. (175 contro 5 s.p.a.), di cui 3 sono al contempo società benefit;; 18 sono le PMI innovative e 11 le PMI s.r.l.;

e) gli emittenti sono spesso al primo anno di attività (e dunque mancano di un bilancio di esercizio già chiuso e approvato al momento della campagna per il collocamento delle azioni sul portale); quelli che hanno chiuso uno o più esercizi, per oltre la metà evidenziano un dato storico fatto di perdite, come in genere avviene nelle fasi di start up allorché si investe per sviluppare nuove idee imprenditoriali;

f) gli assetti proprietari pre-emissione sono ristretti (valore medio dei soci 7); di converso, il 'premio' richiesto per l'apertura del capitale è alto e così il sovrapprezzo applicato in fase di emissione è spesso assai significativo ed è motivato in chiave prospettica, sul presupposto che si realizzino gli obiettivi sperati di generazione di *cash flow*;

g) la platea degli investitori è prevalentemente costituita da persone fisiche, di cui circa 3.500 risultano "investitori ricorrenti" (ma solo 2 persone risultano al momento aver sottoscritto 10 campagne o più); una percentuale di essi (302 investitori persone fisiche) risultavano già soci dell'emittente al momento in cui hanno deciso di incrementare la loro partecipazione aderendo ad una campagna di *equity crowdfunding*; inoltre, in linea con i risultati cui pervengono molteplici studi di finanza comportamentale su genere e propensione al rischio⁶, la grande maggioranza degli investitori sono uomini (oltre l'87%) e quarantenni (45% del *backers* compresi in età tra 36 e 49 anni);

h) al luglio 2018 i portali autorizzati in Italia per l'*equity crowdfunding* erano 27, le raccolte all'attivo 231, di cui ben 122 negli ultimi 12 mesi; il capitale raccolto ammontava a circa 33 milioni, di cui quasi 21 milioni raccolti nell'ultimo anno di rilevazione; le finalità della raccolta erano prevalentemente a finanziarie investimenti in marketing, ricerca e sviluppo o sviluppo di piattaforme web.

4.- Rispetto a questa realtà il legislatore e CONSOB, come è noto, sono intervenuti a più riprese tra il 2012 ed oggi, aprendo un "cantiere" normativo volto a fissare molteplici regole nell'intersezione che si crea tra raccolta del capitale di rischio tramite portale, da un lato e, dall'altro lato, a) disciplina dell'appello al pubblico risparmio e dell'informazione di mercato; b) disciplina della prestazione dei servizi di investimento, in particolare quelli di raccolta e esecuzione ordini, e disciplina dei sistemi di negoziazione diversi dai mercati regolamentati (ai sensi dell'art. 77-bis), e c) disciplina dell'emittente digitale. Sono gli "spezzoni" di disciplina riguardanti quest'ultimo profilo che a noi paiono particolarmente interessanti, dal momento che, da un lato, sembrano

⁶ V. B. Barber, T. Odean, 'Boys will be boys: gender, overconfidence, and common stock investment', in *The Quarterly Journal of Economics*, pp. 261-292, 2001.

porsi all'avanguardia nel contesto internazionale e, dall'altro lato, costituiscono di necessità un lavoro ancora in corso d'opera, sicché vi è tuttora ampio spazio per una riflessione sul ruolo futuro che l'autonomia statutaria e contrattuale, ovvero – ove la prima non si dimostrasse sufficiente - la regolamentazione, potrebbero essere chiamati ad assolvere nel completare la disciplina del nuovo sub-tipo societario dedicato all'emittente digitale. Sono, per vero, ormai largamente note le molteplici regole speciali di diritto societario introdotte dapprima dal D.L. 179/2012 e quindi dal D.L. 3/2015. Ci limitiamo a richiamarne solo alcune tra le principali al solo fine di ricordare le stesse al successivo discorso:

a) Anzitutto, la speciale disciplina dell'informazione societaria da assicurare tramite pubblicazione nella sezione specializzata del registro delle imprese; detta informazione va qui resa disponibile “su supporto informatico in formato tabellare gestibile da motori di ricerca, con possibilità di elaborazione e ripubblicazione gratuita da parte di soggetti terzi” (Art. 25, comma 11). Si tratta, a nostro avviso, di una previsione innovativa e foriera di importanti sviluppi applicativi, perché essa, da un lato, espressamente riconosce come l'intelligenza artificiale (debitamente ingegnerizzata nei motori di ricerca) possa curare i problemi di apatia razionale e azione collettiva che finora hanno reso largamente inutile l'informazione di mercato per gli investitori non professionali (bene, dunque, che si cominci a riconoscerne il ruolo, almeno nella disciplina dell'informazione dell'emittente digitale) e, dall'altro lato, qualifica nei fatti tale informazione come bene pubblico, la cui ri-pubblicazione è gratuita, con implicazioni nuove, e corrette in punto di apertura del mercato dei dati societari;

b) In secondo luogo, l'imposizione – con scelta assai più coraggiosa di quanto non si riscontri in altri ordinamenti, malgrado la spinta che in questa direzione sembrava aver inteso imprimere la Direttiva sui diritti degli azionisti (ma solo per gli emittenti quotati) – di un ‘incunabolo’ di “*home page disclosure*” per l'emittente digitale, dal momento che l'art. 25, comma 11, impone che l'accesso alle informazioni che si trovano nella sezione speciale del registro delle imprese sia assicurata anche tramite la *home page obbligatoria* dell'emittente digitale;

c) In terzo luogo, la “eversiva” (ma assai opportuna) possibilità di emettere categorie di quote, con parallela deroga al divieto di offerta al pubblico di tali prodotti finanziari e al divieto di acquisto delle quote proprie (Art. 26, commi 2, 3 e 5) associata alle regole “speciali” in tema di trasferimento delle partecipazioni in deroga all'art. 2470 c.c., al fine di consentirne una più agevole negoziabilità;

d) In quarto luogo, le disposizioni in materia di costituzione della società *on line* (Art. 3, comma 10-bis, D.L. 3/2015), che si saldano con il, per vero ottimo, modello uniforme di statuto per *start up* innovative pubblicato sulla G.U. dell'8 marzo 2016 n. 56;

e) In quinto luogo, le previsioni dell'art. 24 del regolamento CONSOB n. 18592 che prevedono il diritto di co-vendita in caso di trasferimento del controllo dell'emittente digitale, il recesso nei 7 giorni per “ripensamento” rispetto all'investimento effettuato nonché la pubblicazione dei patti parasociali sul sito della società.

5.- Cosa manca, dunque, all'attuale regime del sub-tipo ‘emittente digitale’ e quale il ruolo che potrà utilmente svolgere l'autonomia statutaria e contrattuale nel suo

completamento? Non intendiamo avventurarci qui in una proposta di dettaglio, ma piuttosto concentrarci lungo alcune direttrici che indicano (secondo noi) desiderabili ambiti di intervento *nella prospettiva eminentemente di diritto societario*. Con una premessa. La nostra attenzione ai profili di diritto societario dell'emittente digitale non seleziona, naturalmente, tra le possibili filosofie regolamentari dell'*equity crowdfunding* che una tra le diverse possibili. (a) Non guarda infatti all'emittente digitale essenzialmente come ad una mera tecnica di finanziamento della società 'con creazione di un mercato digitale' giacché un simile approccio è viceversa quello che induce altri legislatori, tra cui quello federale degli Stati Uniti e la Commissione Europea, a porre l'enfasi sulla disciplina dell'appello al pubblico risparmio con preferenza rispetto ad altre tecniche di controllo che implicano un maggiore *engagement* degli investitori: incontrando tuttavia, questo approccio regolamentare, un significativo limite strutturale alla propria efficacia nel fatto che manchi allo stato, per l'emittente digitale, un mercato secondario sul portale. Ciò genera, infatti, sia rischi di azzardo morale sia rischi di eccessi di regolamentazione, dato che per compensare il rischio da illiquidità dell'investimento, il legislatore può essere indotto ad introdurre eccessive barriere d'entrata sul mercato primario. (b) Neppure guarda all'emittente digitale e ai titoli da esso emessi come ad un prodotto di consumo. Questa diversa filosofia regolamentare pone, infatti, la propria enfasi sugli aspetti comportamentali dell'investitore in quanto acquirente dei titoli, e assume a presupposto un fallimento di mercato; esso di conseguenza porta a soluzioni di c.d. *market design*, promuovendo cioè elevati livelli di standardizzazione dei prodotti, e dunque dell'emittente e delle sue campagne di *equity crowdfunding*. Sennonché anche l'approccio di *market design*, nella sua versione consumeristica, finisce con l'assumere a riferimento esclusivamente il rapporto tra emittente digitale e investitore al momento del primo acquisto delle partecipazioni, in tal modo finendo con l'ignorare un aspetto qualificante delle scelte di investimento in emittenti digitali: quello secondo cui gli incentivi degli investitori non sono strettamente finanziari e l'investitore di *crowdfunding* non sembra cercare tanto le società più lucrative quanto le idee e i progetti imprenditoriali più visionari. Ciò che richiede uno 'sguardo regolamentare' che vada oltre al (solo) momento dell'emissione e sottoscrizione/acquisto delle partecipazioni sul mercato primario digitale. Ecco allora che la prospettiva di diritto societario, che è oggetto di questo nostro approfondimento, consente invece di esplorare una terza filosofia regolamentare. *Quella che prende atto che l'emittente digitale esprime un nuovo modo, nel contesto delle comunità digitali, per facilitare i rapporti economici*. Esso mette in crisi alcuni dei fondamentali paradigmi della teoria dell'agenzia circa i limiti di azione collettiva e coordinamento tra agenti razionali che hanno costituito le basi teoriche sulle quali l'analisi economica ha costruito la propria giustificazione delle tradizionali regole di governo delle società. Se infatti si osserva, in questa prospettiva, l'impatto della tecnologia digitale, risulta evidente che essa ha un impatto dirompente sia sul piano della riduzione dei costi di coordinamento sia sul piano del monitoraggio delle condotte. Decisioni che prima sembravano impossibili per i problemi di azione collettiva che esse ponevano sono ora rese possibili dalla tecnologia. L'impossibilità, nel vecchio mondo, di personalizzare l'informazione - che rendeva necessaria la sua (onerosissima e assai poco efficace) standardizzazione - diviene possibile grazie ad algoritmi ed intelligenza artificiale. I costi di transazione si riducono fino a scomparire.

6.- Quali le implicazioni sul piano del diritto positivo di questo cambio di paradigma? Crediamo possano essere moltissime, e che sia una fortunata intuizione quella che ha portato il legislatore italiano ad avviare, per primo, i lavori di riforma del diritto societario per rispondere alle specificità dell'emittente digitale. Senza alcuna pretesa di completezza, ci limitiamo qui di seguito ad evidenziare tre possibili direttrici di ulteriore avanzamento del cantiere di diritto societario per l'emittente digitale, ben consapevoli che si tratta di prospettive di necessità parziali (che il successivo dibattito saprà enormemente arricchire).

a) In primo luogo, a noi pare che sia necessario completare il processo, già avviato dalle riforme del 2012 e 2015, in tema di informativa societaria per l'emittente digitale, prevedendo che il sito web obbligatorio della società, in aggiunta alle informazioni riportate nell'apposita sezione del registro delle imprese e nel documento sintetico, contenga, in un spazio riservato facilmente accessibile e chiaramente organizzato, tutta l'informazione (anche qui, in formato tabellare facilmente accessibile ai motori di ricerca) concernente, almeno: (1) gli assetti proprietari e di governo della società, con analitica descrizione anche della articolazione in concreto assunta dalle scelte di 'corporate finance' effettuate dalla società, dei poteri spettanti a chi agisce per la società e delle regole sulla circolazione delle partecipazioni e degli altri strumenti finanziari emessi; (2) l'attività d'impresa, con pubblicazione dei dati di bilancio disponibili ma, al tempo stesso, con indicazioni sintetiche (ma aggiornate con adeguata periodicità, idealmente almeno trimestrale) circa l'indebitamento complessivo (con separata indicazione delle garanzie prestate), il suo rapporto con i mezzi propri e i principali indici finanziari dell'impresa; (3) operazioni con parti correlate o infragruppo; (4) fatti o eventi rilevanti che siano suscettibili di incidere sul valore della società e degli strumenti finanziari e che possano essere divulgati senza pregiudicare opportunità di affari per la società stessa. Ci pare che i costi che l'emittente digitale incontrerebbe per far fronte ad un sistema rafforzato di informazione societaria incentrato sul sito web della società (fermo ogni altro obbligo di pubblicità esistente) troverebbero ampia compensazione in almeno due tipi di vantaggi. Un primo, di tipo organizzativo, dal momento che ordinare fin dall'inizio della propria attività l'informazione societaria ha una indubbia valenza educativa per l'emittente e gli consente di raccogliere e organizzare per tempo, e mantenere via via in buon ordine, l'informazione che – arricchita di ulteriori aspetti – risulta necessaria tanto all'accesso dei mercati dei capitali più tradizionali quanto al credito bancario. Vale dunque a ridurre lo "scalino" con lo status di quotazione, capitalizzando i vantaggi offerti dalla tecnologia. Un secondo, di tipo relazionale, dal momento che consente di identificare nella *home page* della società il "single entry point" di assai agevole reperimento per investitori e creditori al fine del conseguimento in modo gratuito e rapido di informazioni che, pur in gran parte disponibili nel sistema di interconnessione dei registri delle imprese o nelle informazioni sintetiche sul portale, sono colà meno complete, talora più onerose da raccogliere, e meno agevolmente processabili dai motori di ricerca. Ciò dovrebbe rendere possibile usufruire più rapidamente e più efficacemente anche dei benefici dell'intelligenza artificiale, mediante applicazioni che effettuino in tempo reale i necessari confronti tra 'emittenti digitali' offrendo indicazioni comparative preziose alla 'folla' degli investitori. Con una nota di precisazione. Per quanto il *crowdfunding* agisca essenzialmente sul mercato primario – i casi a noi noti di mercato secondario sono rilevabili solo in Germania, dove tuttavia ciò avviene mediante piattaforma multilaterale di negoziazione, che di conseguenza impone all'emittente digitale che abbia fatto uso

dell'*equity crowdfunding* i costi e le rigidità regolamentari propri dell'emittente quotato, seppur su mercati non regolamentati (ivi compresa la disciplina sugli abusi di mercato) – il bisogno di informazione pubblica sull'emittente digitale non è confinabile solo nel breve spazio della fase della campagna di raccolta, vuoi perché le raccolte possono essere (ed è prevedibile che saranno sempre più) ripetute (la soglia quantitativa di esenzione dagli obblighi di prospetto considera, come è noto, ai fini del computo del rispetto della soglia, le operazioni compiute nei 12 mesi, favorendo così campagne ripetute con scadenze immediatamente successive a tale periodo), vuoi perché un mercato 'secondario' si determina a prescindere dall'ammissione degli strumenti finanziari a piattaforme di negoziazione: basti pensare, da un lato, al sistema del *bulletin board* opportunamente previsto dalla proposta di regolamento della Commissione Europea, alle previsioni del regolamento CONSOB sulla co-vendita rispetto a operazioni, per così dire OTC, compiute dai fondatori e, è da attendersi, all'utilizzo di meccanismi quali il riacquisto partecipazioni, le partecipazioni riscattande o le ipotesi di recesso convenzionale il cui successo dovrebbe essere ulteriormente promosso dall'ambiente più liberale in cui è previsto che si collochi l'emittente digitale. L'informazione 'in continuo', seppur nelle forme meno gravose qui previste (che a nostro giudizio dovrebbero essere sufficienti ad evitare il rischio di traslazione in questo settore della disciplina sugli abusi di mercato: è forse bene che questo contesto resti ancora quello di un 'club deal' seppur allargato su scala digitale, ma pur sempre con vocazione a 'family, friends and fools' più che 'al risparmiatore retail'), è dunque necessaria per consentire scelte informate anche di disinvestimento.

b) In secondo luogo, a noi pare che sia necessario compiere un ulteriore passo in avanti nella digitalizzazione *della relazione organica tra investitori e società*. Le possibilità già oggi offerte dal nostro diritto positivo per il voto *on line* andrebbero, da un lato, arricchite – traendo spunto dall'esperienza comparata – con forme "meno liturgiche" e più spedite di assemblea o di deliberazione extra assembleare quali "Q&A" e "dibattito in continuo" sul sito della società (due esempi in particolare crescita altrove, e suscettibili di creare valore, specialmente in relazione ad iniziative imprenditoriali ascrivibili alla c.d. '*shared economy*') e, dall'altro lato, spinte ulteriormente in avanti, sperimentando ad esempio con l'emittente digitale la "strutturale" partecipazione al voto mediante sistemi di accesso con crittografia (secondo l'uso assai ampio che ormai se ne fa ad esempio nel sistema dei pagamenti) all'assemblea *online* in *streaming* e al voto. Per quanto non sembri potersi rilevare, almeno allo stato, un particolare appetito degli investitori in *equity crowdfunding* in Italia per una partecipazione attiva al governo societario (il dato emerge nitidamente dal tipo di strumenti partecipativi in prevalenza utilizzati dall'emittente digitale nelle campagne di raccolta e dal ruolo centrale sul piano del governo societario riservato ai fondatori), ciò, a nostro avviso, si rende raccomandabile per due ragioni. Da un lato, perché una certa dose di attivismo degli investitori 'della folla' sembrerebbe da incentivare, se a costi di transazione prossimi allo zero, ad esempio in relazione all'autorizzazione assembleare/referendaria delle operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza. Dall'altro lato, e soprattutto, perché una maggiore "destrutturazione" della liturgia assembleare, che consenta una più efficiente partecipazione *on line*, favorisce il ruolo di "*gatekeeping*" che sembra essenziale riconoscere, e prevedere in forme sempre più crescenti, in capo al portale. Potrà in tal modo prevedersi, ad esempio, che sia il portale ad operare, almeno con regola di default o per previsione contrattuale,

da *proxi advisor* e al tempo stesso da rappresentante di voto. Il voto *on line* consente al portale un esercizio in remoto e quasi simultaneo in relazione a molti emittenti digitali e a costi molto limitati; e anche se molti emittenti digitali dovessero confermare l'attuale tendenza a raccogliere capitale di rischio tramite strumenti finanziari privi di diritto di voto o con diritti di voto limitati, l'eventuale previsione che le operazioni con parti correlate e altre operazioni di natura fondamentale richiedano ciò non di meno l'autorizzazione degli investitori della 'folla', varrebbe a rendere lo strumento un presidio di tutela importante al tempo stesso delle minoranze, del portale e del mercato del *crowdinvesting*.

c) In terzo luogo, infine, a noi pare necessario por mano a talune ulteriori modifiche dello statuto organizzativo dell'emittente digitale. *La più importante di esse, a nostro avviso, attiene all'obbligo della revisione contabile, con revisore tuttavia nominato non dall'emittente bensì dal portale e, di converso, l'espressa attribuzione al portale del ruolo di fondamentale gate-keeper rispetto all'emittente digitale.* L'importanza del capitale reputazionale del portale è già diffusamente riconosciuta dagli studi che analizzano il fenomeno dell'*equity crowdfunding* in una prospettiva economica. Come ha ben compreso il legislatore statunitense quel capitale reputazionale potrebbe essere rapidamente dissipato ove non si assicurasse un adeguato presidio sull'informativa contabile degli emittenti. Per quanto sia vero che, almeno da noi, molte raccolte dell'emittente digitale sono effettuate allorché ancora non vi è un bilancio, la revisione obbligatoria del bilancio – ove un bilancio vi sia – precedente alla raccolta costituisce un presidio di tutela al tempo stesso per il portale e per il mercato. La revisione assicura anche l'attendibilità dell'informazione contabile nella prospettiva dell'informativa in continuo. La nomina del revisore da parte del portale risulterebbe del resto coerente con la fondamentale funzione di *gatekeeper* che va riconosciuta al portale e al tempo stesso assicurerebbe un maggior grado di 'accountability' del revisore: il rapporto fiduciario si istituirebbe infatti con il portale e l'intero 'crowd' degli utenti dello stesso e, trattandosi di un 'gioco ripetuto' il revisore, per quanto pagato dall'emittente, avrebbe incentivi adeguati ad essere leale con il portale e non già con gli *incumbents* del singolo emittente. Al revisore il portale potrebbe anche affidare un ruolo di verifica della ragionevolezza del sovrapprezzo di emissione in funzione dei flussi attesi di cassa risultanti dal *business plan* dell'emittente, al momento dell'avvio della campagna (ciò che costituisce, al momento, uno degli aspetti più problematici della fattispecie del *crowdinvesting*). Al tempo stesso, a noi pare che – riconosciuta la natura di vero e proprio *gatekeeper* del portale – si renda necessario, prevedere, vuoi mediante adeguate previsioni contrattuali e statutarie vuoi, ove ciò non fosse possibile, mediante norme suppletive, che il portale possa esercitare sia i poteri di controllo, sia le azioni di responsabilità previste dall'art. 2476 c.c. nella s.r.l. nonché i corrispondenti poteri nel tipo s.p.a., nonché sia legittimato ad impugnare – come avviene per la CONSOB in relazione agli emittenti quotati – le delibere degli organi sociali dell'emittente digitale. Al contempo – e quasi a fare da contrappeso a questo 'aggravamento' del rischio per i fondatori, soci di controllo e amministratori dell'emittente digitale - ci pare questo, dell'emittente digitale, l'ambiente ideale (tenuto conto della natura dei progetti imprenditoriali che in genere connotano l'emittente digitale, l'ampia e fisiologica 'mortalità' degli stessi nonché le spesso modeste dimensioni organizzative di tali emittenti) nel quale avviare la sperimentazione, anche da noi, di un regime più 'garbato' di responsabilità per gli amministratori, che valga ad escludere, o almeno limitare entro un tetto massimo risarcibile rappresentato da un

multiplo ragionevole dei compensi percepiti, la stessa in relazione ai danni derivanti da scelte, seppur negligenti, effettuate in buona fede, fermo in ogni caso il regime di responsabilità ordinario per la violazione, anche solo colposa, degli obblighi di lealtà e per ogni ipotesi di dolo. Regimi di responsabilità degli amministratori eccessivamente rigorosi generano visibili effetti di selezione avversa. Ciò è particolarmente da attendersi in un'economia "disruptive" quale quella indotta dalla rivoluzione tecnologica, in cui il rischio di insuccesso è fisiologicamente elevato. E' tuttavia inutile avere ottime navi da commercio, ma in porto. Occorre ora, come sempre in passato, guardarsi dal rischio che ottime navi rifiutino di prendere il mare sotto le nostre bandiere, perché esse impongono illimitati rischi ai traffici, quando altri diritti (ne sono esempio recente la Francia con la legge Sapin II del 9 dicembre 2016 n. 2016-1691 ed esempio remoto il Delaware con la Section 102(b)(7) della sua legge sulle società) e altre bandiere consentono di affrontare una tranquilla navigazione verso l'ignoto con possibilità di assicurazione del carico.