



Dipartimento di Giurisprudenza
Cattedra di Diritto dei Mercati Finanziari

**PMI E STARTUP INNOVATIVE NEI MERCATI FINANZIARI: SOSTENIBILITÀ E
STRUMENTI DI FINANZIAMENTO**

RELATORE
Chiar.mo Prof.
Salvatore Providenti

CANDIDATO
Marianna Fratantonio
Matr. 159683

CORRELATORE
Chiar.mo Prof.
Marino Perassi

ANNO ACCADEMICO 2022/2023

INDICE

Introduzione	5
---------------------------	----------

CAPITOLO I – PMI e Startup innovative: inquadramento generale.

1. <i>Linee Guida dell'intervento normativo</i>	11
2. <i>Normativa primaria e secondaria</i>	16
3. <i>Startup innovative: definizione e requisiti</i>	21
3.1 I requisiti cumulativi	22
3.2 I requisiti alternativi	24
4. <i>PMI: definizione e requisiti</i>	25
4.1 PMI in Italia	28
5. <i>Incubatore certificato</i>	30

CAPITOLO II – Regole speciali per le PMI e le Start up innovative

1. <i>Premessa</i>	34
2. <i>Deroghe al diritto societario</i>	36
2.1. Deroghe al diritto societario applicabili alle sole s.r.l. e l'incidenza sull'accessibilità al mercato finanziario	38
3. <i>Benefici in ambito giuslavoristico</i>	42
4. <i>Le agevolazioni di carattere tributario e previdenziale</i>	46
4.1. L'esonero dall'imposta di bollo e dai diritti camerali	47
4.2. L'esonero della disciplina delle società di comodo e quella delle società in perdita sistematica.	48
4.3. Agevolazioni fiscali e contributive agli strumenti finanziari diretti a remunerare prestazioni lavorative e consulenze qualificate nonché prestazioni di opere e servizi.	50
4.4. Incentivi all'investimento in startup o PMI innovative	52
4.5. Incentivi in regime "de minimis" all'investimento in startup e PMI innovative	57

5. <i>Gestione della crisi</i>	58
6. <i>Accesso al Fondo di Garanzia per le PMI</i>	61
7. <i>Ruolo e funzioni dell’Agenzia ICE</i>	62

CAPITOLO III – Strumenti e mercati finanziari dedicati alle PMI e startup innovative.

PARTE I – Strumenti finanziari

1. <i>Premessa</i>	66
2. <i>Capitale di rischio</i>	70
2.1 Quote di capitale nelle s.r.l.	72
2.2 La nuova disciplina dell’art. 100 ter del TUF	73
3. <i>Capitale di debito: inquadramento generale</i>	77
3.1 Capitale di debito nelle s.p.a.	79
3.2 Capitale di debito nelle s.r.l.	80
3.3 Capitale di debito: breve <i>focus</i> sulle differenze tra obbligazioni e titoli di debito	85
3.4 <i>Minibond</i>	86
4. <i>Strumenti finanziari partecipativi</i>	89

PARTE II – Modalità di offerta e Mercati dedicati

5. <i>Il crowdfunding</i>	95
5.1 Regolamento UE 2020/1503 e successive modifiche interne	99
6. <i>Mercati azionari: L’Euronext Growth Milan</i>	109
7. <i>Mercati obbligazionari: ExtraMot Pro e ExtraMot Pro Cube</i>	119

CAPITOLO IV – Finanza sostenibile.

1. <i>Premessa</i>	125
--------------------------	-----

2. <i>Quadro internazionale</i>	127
3. <i>Contesto europeo</i>	133
3.1 Dalla NFRD alla CSRD.....	140
3.2 Regolamento SFDR.....	143
3.3 Regolamento Tassonomia.....	146
3.4 La Direttiva CSDD	148
4. <i>E nelle PMI e startup innovative?</i>	150
<i>Conclusioni</i>	156
<i>BIBLIOGRAFIA</i>	164
<i>SITOGRAFIA</i>	167

Introduzione

L'attuale periodo storico è caratterizzato da un forte senso di ripartenza, desiderio di “riscatto”, voglia di mettersi in gioco ed ottimismo normativo dovuti all'aver superato la crisi pandemica da Covid-19, che, inevitabilmente, ha impattato in modo negativo sul piano economico-finanziario del Paese.

Le crisi, nella maggior parte dei casi ed auspicabilmente, hanno come conseguenza quasi dovuta, un periodo di forte crescita – nel senso più ampio del termine – il quale passa da un desiderio di rinascita che, se incanalato lungo il giusto sentiero, porta a grandi innovazioni. Non a caso, oggi per il nostro Paese la misura economico-finanziaria (ma anche sociale e culturale) più importante, a circa quattro anni dall'inizio della pandemia, è denominata proprio *Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza*, in cui appunto, si comprende, già dal nome prescelto, questo desiderio di ripartenza. Facendo un passo indietro di circa un decennio, rinveniamo una cornice storica in parte assimilabile, trovando anche in quegli anni un desiderio di riscatto che ha seguito la devastante crisi economico-finanziaria del 2008 e che si è riversato nei più vari ambiti tra i quali, come prevedibile, quello normativo. Nel 2012, il Ministero dello Sviluppo Economico ha nominato una *task force* di esperti chiamata ad elaborare una relazione (Rapporto *Restart, Italia!*) che sviluppasse delle considerazioni e delle strategie in merito alle startup innovative, in particolare su come rendere l'Italia un Paese che ne incoraggi la nascita e lo sviluppo. «*Nel pieno di una grande trasformazione, gli innovatori intravedono possibilità inesplorate. Quando è data loro l'occasione di concretizzare una visione, di*

investire le loro migliori energie, di partire dalla scienza e dalle tecnologie più recenti per intercettare e soddisfare i bisogni emergenti, aprono un'impresa e generano sviluppo. Un Paese può essere più o meno ospitale per questi innovatori. Se non lo è abbastanza, l'innovazione si sviluppa altrove. E i Paesi inospitali si impoveriscono». È così che si apre il Rapporto *Restart, Italia!*, il quale fa emergere la necessità di introdurre, per un Paese ai tempi così poco attento alle nuove frontiere tecnologiche, una disciplina mirata da un lato alla semplificazione burocratica e normativa, da altro lato che rendesse accessibile il reperimento di capitali e finanziamenti. È a seguito di tale Rapporto che il legislatore del 2012 ha introdotto nel nostro ordinamento le startup innovative, primo tassello del *puzzle* che è il presente elaborato.

Esso si pone come obiettivo quello di analizzare la disciplina delle Piccole e Medie Imprese (PMI) e delle startup innovative e il loro accesso ai mercati finanziari. È strutturato in quattro capitoli, il primo dei quali costituisce un fondamentale punto di partenza per offrire al lettore gli strumenti necessari al fine di focalizzare il tema nonché per comprendere il quadro normativo che disciplina le startup e le PMI innovative. Vengono passate in rassegna le principali fonti di riferimento sia a livello nazionale sia europeo, con l'intento di fornire un quadro normativo quanto più completo possibile. Il secondo capitolo analizza nel dettaglio i benefici e i vantaggi concessi alle imprese innovative, nonché le deroghe previste sia in ambito societario, sia in ambito fiscale, sia in ambito giuslavoristico, sia in ambito delle procedure concorsuali. La disciplina di favore prevista per le startup innovative la

si trova nel d.l. 179/2012 sez. IX (in particolare artt. 26-32), mentre quella prevista (ed in parte sovrapponibile con la precedente) per le PMI innovative è dettata dal d.l. 3/2015. Viene posto un *focus* particolare sulle deroghe di carattere tributario e societario che sono quelle maggiormente impattanti anche sull'accesso ai mercati di capitale. Le prime sono finalizzate ad incentivare l'investimento in imprese innovative o di recente costituzione da parte di potenziali sottoscrittori. Investire in tali tipologie di imprese, infatti, potrebbe rivelarsi particolarmente rischioso sia per le, spesso, ridotte informazioni economico-finanziarie di imprese di nuova costituzione o di imprese di piccole dimensioni, sia per il carattere talvolta illiquido degli strumenti finanziari da loro offerti. Nel prevedere la disciplina di favore in ambito societario, che influisce sull'accesso ai mercati finanziari in maniera ancora più diretta, il legislatore ha modificato (se non stravolto) il modello delle società a responsabilità limitata, rendendole più flessibili, avvicinandole al modello azionario e aprendo loro la strada verso forme alternative di finanziamento diverse dal credito bancario.

Il terzo capitolo, cuore pulsante dell'elaborato, è diviso in due parti, la prima tratta gli strumenti finanziari posti nelle mani delle imprese innovative ed il secondo, invece, i mercati ad esse dedicati. Nella prima parte, in particolare, viene analizzata innanzitutto la possibilità di offrire quote di capitale di rischio delle PMI e delle startup innovative. Con riferimento alle azioni non si pongono particolari problematiche, cosa che invece avviene con riferimento alle quote di s.r.l. Tale modello societario, dopo la riforma del 2003 era considerato un modello che si

collocava a metà tra società per azioni (per la limitazione della responsabilità dei soci) e le società di persone (per il carattere “personalistico” della partecipazione sociale). A seguito delle varie riforme normative, che hanno nel tempo aperto la strada dei mercati di capitali anche alle s.r.l., è nata la figura delle s.r.l. “aperte”, le quali possono oggi costituire categorie di quote e offrirle al pubblico. Viene poi analizzato il capitale di debito, partendo dalle obbligazioni *ex art. 2483 c.c.* (che disciplina i titoli di debito che possono essere emessi dalle s.r.l.) ed *ex art. 2410 c.c.* (che disciplina le obbligazioni che possono essere emesse dalle s.p.a.) fino ad arrivare ai *minibond*, strumenti finanziari di debito che si caratterizzano per incentivi ed agevolazioni in virtù del soggetto che li emette, ossia PMI o startup innovative. Infine, vengono anche analizzati gli strumenti finanziari partecipativi, strumenti finanziari che si pongono a confine tra gli strumenti di capitale di rischio e di debito. Essi possono essere emessi dalle s.p.a. per previsione codicistica (art. 2346, comma 6, c.c.) e dalle s.r.l. se PMI innovative o startup innovative secondo quanto previsto dal d.l. 179/2012 e dal d.l. 3/2015.

La seconda parte del terzo capitolo tratta, invece, delle modalità di offerta degli strumenti su cui ci si è soffermati nella Parte I del capitolo. La prima modalità è quella tramite *crowdfunding*, forma di finanziamento alternativo con cui le imprese innovative possono reperire capitali tramite portali online. L’Italia è stato il primo Paese europeo a dotarsi di una disciplina sul *crowdfunding* nel 2012, che inizialmente era limitato ai soli strumenti di *equity*. Nel tempo è stato esteso l’ambito applicativo nonché gli strumenti che potevano essere offerti, fino ad

arrivare ai giorni nostri, in cui la normativa di riferimento è uniformata a livello sovranazionale. Nel 2020, infatti, è stato emanato il Regolamento UE 1503/2020 che disciplina in maniera unitaria ed armonizzata il finanziamento tramite portali online, creando così uno dei più grandi ambienti armonizzati al mondo per il *crowdfunding*. Infine, a conclusione del capitolo, vengono analizzati i due principali mercati accessibili dalle PMI, l'*Euronext Growth Milan* (mercato azionario) e l'*ExtraMot Pro e Pro Cube* (mercati obbligazionari), segmenti di Borsa Italiana s.p.a.

Ultimo capitolo a chiusura dell'elaborato inerisce, invece la sostenibilità, con riferimento sia al contesto europeo, sia al quadro internazionale. Viene svolta una disamina delle fonti normative di riferimento e delle varie strategie adottate a livello sovranazionale, cui risulta fondamentale e necessario adeguarsi. La sostenibilità è un tema di centrale importanza, sia in ambito normativo sia quale condizione di esistenza stessa del Pianeta, per cui i vari interventi legislativi (e non) sono tutti correlati ad esigenze di sostenibilità, nelle sue più varie sfaccettature. Viene trattato anche il tema della finanza sostenibile, attualissimo e al centro di molte riforme ed introduzioni legislative, basti pensare ai *green bonds* o agli standard ESG. Il focus del capitolo è, nello specifico, comprendere quali siano gli obiettivi di sostenibilità applicabili anche alle PMI e alle startup innovative, nonché quali siano le potenziali frontiere future.

CAPITOLO PRIMO

PMI E STARTUP INNOVATIVE: INQUADRAMENTO GENERALE

SOMMARIO: 1. *Linee Guida dell'intervento normativo.* 2. *Normativa primaria e secondaria.* 3. *Startup innovative: definizione e requisiti.* 3.1 *I requisiti cumulativi.* 3.2 *I requisiti alternativi.* 4. *PMI: definizione e requisiti.* 4.1 *PMI in Italia.* 5. *Incubatore certificato.*

1. Linee Guida dell'intervento normativo

Il presente capitolo costituisce un fondamentale punto di partenza per comprendere il quadro normativo che disciplina le startup e le Piccole e Medie Imprese (PMI) innovative. In tale sede verrà svolta un'analisi delle principali fonti di riferimento sia a livello nazionale sia europeo, con l'intento di fornire un quadro normativo quanto più completo possibile. Verranno definiti i tratti distintivi e i punti di contatto tra PMI e startup innovative, ponendo un *focus* particolare sui requisiti richiesti dal legislatore al fine di classificare un'impresa come PMI o startup innovativa, da cui conseguono una serie di benefici, di vantaggi e più in generale una disciplina di favore. Tali benefici e vantaggi, nonché le deroghe previste sia in ambito societario, sia in ambito fiscale, sia in ambito delle procedure concorsuali, verranno esaminate, nel dettaglio, al Capitolo II del presente elaborato.

Pare opportuno sin d'ora chiarire il *fil rouge* che lega le startup innovative e le PMI innovative, elemento che ne giustifica la trattazione perlopiù congiunta delle stesse. Esso è da ricercare sia nell'elemento caratteristico dell'innovazione, che l'opera legislativa italiana dell'ultimo decennio ha mostrato di voler valorizzare, ossia, sia

nell'essenza comune che porta a considerare le PMI quale evoluzione delle startup, sia, infine, nella disciplina di favore in parte coincidente prevista per le due imprese innovative¹.

Premesso che vi sono molte differenze strutturali e sostanziali tra le due – che verranno opportunamente analizzate nei seguenti paragrafi – la prima differenza da valutare è la data di costituzione: la startup innovativa ha una durata limitata di massimo sessanta mesi, mentre per le PMI non ci sono vincoli temporali, a condizione che abbiano alle spalle almeno un bilancio certificato.

Decorsi cinque anni dalla costituzione, vi sono due prospettive: l'insuccesso dell'impresa – ed in tal caso il legislatore ha previsto una procedura ispirata al “*fail fast*”² – ovvero il successo della stessa: in tale ipotesi, qualora l'impresa mantenga, acquisti e/o modifichi determinati requisiti, la startup innovativa può trasformarsi in PMI innovativa³. Quest'ultima, nel contesto in esame e come già accennato, può considerarsi come un'evoluzione della startup innovativa medesima⁴. La conseguenza è che le PMI innovative potranno continuare a godere (in larga misura) della disciplina di favore prevista per le startup anche dopo che siano decorsi i sessanta mesi di cui *supra*.

¹ BERARDI N., Le start up innovative e le PMI innovative, 2016, 11 e ss.

² In caso di insuccesso, le startup innovative possono contare su procedure più rapide e meno gravose rispetto a quelle ordinarie per concludere le proprie attività. Nello specifico, esse sono assoggettate in via esclusiva alla procedura di composizione della crisi da sovra-indebitamento e di liquidazione del patrimonio, con l'esonero, in particolare, dalle procedure di fallimento, concordato preventivo e liquidazione coatta amministrativa.

Le startup innovative sono dunque annoverate tra i cd. soggetti "non fallibili", allo scopo di consentire loro l'accesso alle procedure semplificate per la composizione della crisi in continuità e di ridurre i tempi per la liquidazione giudiziale, limitando gli oneri connessi al fallimento. In maniera correlata, inoltre, decorsi 12 mesi dall'apertura della liquidazione, l'accesso ai dati di fonte camerale relativi ai soci e agli organi sociali della stessa è consentito esclusivamente alle autorità giudiziarie e di vigilanza.

³ Come verrà analizzato meglio *infra*.

⁴ BERARDI N., Le start up innovative e le PMI innovative, 2016, 11 e ss.

Vi è poi, un fattore comune ed imprescindibile che lega le imprese innovative che è, come lo si evince dalla denominazione medesima, proprio l'innovazione. Essa è diventata di centrale importanza e viene vista dal legislatore del 2012 come elemento necessario per lo sviluppo economico, imprenditoriale, occupazionale e sociale in genere. Come si legge dalla relazione *"Restart, Italia!"* elaborato da una task force nominata dal Ministro dello Sviluppo Economico nel 2012, era necessario, per un Paese così poco attento alle nuove frontiere tecnologiche, introdurre una disciplina che fosse attenta, da un lato alla semplificazione burocratica e normativa, da altro lato che rendesse accessibile il reperimento di capitali e finanziamenti⁵. Le consapevolezze del legislatore in tal senso derivano anche da "pressioni" esterne da parte dell'Unione Europea, poiché, in un mercato ormai globalizzato nel quale la scarsa innovazione tecnologica italiana e il forte legame con i settori tradizionali rischiavano e rischiano di diminuire il peso economico della nostra nazione⁶.

Vi sono stati, pertanto, numerosi inviti e proposte, sia a livello interno sia a livello europeo, orientati allo sviluppo di tale cultura, con un'attenzione particolare dedicata ai giovani e ai giovanissimi⁷.

⁵ MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *"Restart Italia"* *"Abbiamo scelto di fare poche proposte, che fossero però ambiziose ed incisive. Non ce ne sono alcune più urgenti e importanti di altre. Produrranno una scossa solo se saranno considerate come un 'pacchetto unico', solo se portate avanti tutte insieme. Proviamo infatti a chiederci: conta di più la semplificazione burocratica o la disponibilità di capitali? La risposta è che la domanda non ha senso. Se anche a un giovane con un'idea imprenditoriale bastasse un giorno per aprire un'azienda innovativa, ma poi servissero sei mesi per trovare i capitali per partire, dove pensiamo che potrebbe andare? Se, al contrario, potesse contare in tempi rapidi su un po' di liquidità, ma gli servissero poi sei mesi per rendere operativa la sua azienda, pensiamo che arriverebbe molto più lontano?"* (pag 14)

⁶ MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, *"Restart Italia!"* *"Per un Paese come il nostro, ancora troppo lento e dove la mobilità sociale è minima, l'innovazione può essere la nuova chiave per l'emancipazione di tutti coloro che sono pronti a mettersi in gioco."*, pag. 12

⁷ Come lo si legge nella comunicazione *"Ripensare l'istruzione"*, COM(2012)669 definitivo, in www.eur-lex.europa.eu. Sul punto si vedano MACI, *A fare impresa si impara...a 5 anni*, in

Al centro dell'azione della Commissione Europea c'è, in particolare, la nuova Strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale. Essa mira ad agevolare le pratiche commerciali sostenibili e le tecnologie digitali per le PMI. Gli obiettivi primari sono da un lato rendere l'Europa il luogo più attraente per avviare una piccola impresa, farla crescere e scalare nel mercato, da altro lato eliminare gli ostacoli normativi e pratici che si interpongono allo svolgimento dell'attività imprenditoriale⁸.

Il legislatore italiano ha, dal suo canto, tentato di perseguire le medesime finalità a partire dal 2012, in particolare lo si legge dalla relazione *“Restart, Italia!”* *«La realizzazione di programmi volti a favorire la diffusione della cultura dell'innovazione attraverso corsi di aggiornamento agli insegnanti, la partecipazione alle business plan competition e la creazione di un luogo d'incontro per studenti, ricercatori e giovani professionisti che desiderano confrontarsi sulle proprie idee imprenditoriali sono solo alcune delle iniziative che, connesse ad una campagna di sensibilizzazione a livello nazionale, vengono suggerite al Ministero per lo Sviluppo economico e al Governo nel suo complesso».*

Le varie riforme che sono intervenute nel corso dell'ultimo decennio in materia di startup e PMI erano tutte guidate dall'innovazione, essendo quest'ultima rimasta di centrale importanza. Bisogna sottolineare, però, come l'innovazione, a seguito del Covid-19, abbia acquistato un ruolo da protagonista negli interventi normativi europei e nazionali. La risposta alla crisi pandemica pervenuta a livello europeo è stato il *Next Generation EU* (NGEU) ossia *“un programma di portata e ambizione*

www.economyup.it, e LOTTI, Nannini (Impact Hub): *“Ecco come dai banchi di scuola si può imparare a fare impresa”*, in <http://ischool.startupitalia.eu>

⁸<https://ec.europa.eu/docsroom/documents/47114/attachments/1/translations/en/renditions/native>

inedite, che prevede investimenti e riforme per accelerare la transizione ecologica e digitale; migliorare la formazione delle lavoratrici e dei lavoratori; e conseguire una maggiore equità di genere, territoriale e generazionale.

Per l'Italia il NGEU rappresenta un'opportunità imperdibile di sviluppo, investimenti e riforme. L'Italia deve modernizzare la sua pubblica amministrazione, rafforzare il suo sistema produttivo e intensificare gli sforzi nel contrasto alla povertà, all'esclusione sociale e alle disuguaglianze. Il NGEU può essere l'occasione per riprendere un percorso di crescita economica sostenibile e duraturo rimuovendo gli ostacoli che hanno bloccato la crescita italiana negli ultimi decenni.”⁹.

Gli Stati membri, in attuazione del NGEU hanno dovuto presentare un pacchetto di investimenti e riforme: il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR). Il PNRR si articola in sei Missioni e sedici Componenti, frutto della stretta interlocuzione avvenuta tra il Parlamento e la Commissione Europea, sulla base del *Dispositivo per la Ripresa e Resilienza (RRF)*.

Il legislatore italiano ha individuato come assi strategici (condivisi a livello europeo) (i) la digitalizzazione e l'innovazione; (ii) la transizione ecologica; (iii) l'inclusione sociale.

“La digitalizzazione e l'innovazione di processi, prodotti e servizi rappresentano un fattore determinante della trasformazione del Paese e devono caratterizzare ogni politica di riforma del Piano. L'Italia ha accumulato un considerevole ritardo in questo campo, sia nelle competenze dei cittadini, sia nell'adozione delle

⁹ PNRR – <https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR.pdf>, pag. 3

tecnologie digitali nel sistema produttivo e nei servizi pubblici. Recuperare questo deficit e promuovere gli investimenti in tecnologie, infrastrutture e processi digitali, è essenziale per migliorare la competitività italiana ed europea; favorire l'emergere di strategie di diversificazione della produzione; e migliorare l'adattabilità ai cambiamenti dei mercati".

È proprio la centralità dell'elemento "innovazione" che influisce sugli interventi legislativi, sui più diversi ambiti toccati dal PNRR, prevedendo anche svariati investimenti volti a consentire l'innovazione del paese.

2. Normativa primaria e secondaria.

La ricostruzione del quadro normativo italiano non è opera semplice poiché il legislatore, definito *legislatore innovativo*¹⁰, ha adottato una *tecnica legislativa a puntate*¹¹ che rende necessaria un'attenta disamina dei vari testi normativi che si sono susseguiti nell'ultimo decennio.

Le startup innovative hanno avuto ingresso nel nostro ordinamento con il decreto-legge 18 ottobre 2012, n. 179 (*Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese*) convertito, con modificazioni, con legge 17 dicembre 2012, n. 221. È con tale intervento normativo che il legislatore ha fissato specifici requisiti strutturali e di

¹⁰ Così BOLLETTINARI, *Costituzione della s.r.l. start up innovativa senza atto pubblico e conseguenze in caso di perdita dei requisiti «innovativi»*, in Nuovo dir. soc., 2017, fasc. 12, 1507.

¹¹ SPIOTTA M., *Start up e PMI innovative*, a cura di Oreste Cagnasso e Angelo Mambriani, pag. 24.

funzionamento che una startup innovativa deve avere per ottenere la relativa qualifica.

Il legislatore, alquanto ambizioso, si è posto come finalità quelle di “*favorire la crescita sostenibile, lo sviluppo tecnologico, la nuova imprenditorialità e l’occupazione, in particolare giovanile*”¹², che stanno alla base dell’intervento riformatore che iniziò, appunto, nel 2012 e che diede vita allo “*Startup Act italiano*”.

Lo *Startup Act* è stato oggetto di diversi aggiornamenti e miglioramenti nel corso degli anni, ma i suoi principi fondamentali sono rimasti inalterati.

Lo “statuto” delle startup è alquanto complesso in virtù degli ambiti che tocca. Infatti, il legislatore, nel disciplinare tale forma d’impresa, è intervenuto nei più svariati ambiti del diritto, introducendo nell’ordinamento deroghe di natura societaria, tributaria, giuslavoristica, finanziaria e fallimentare. Inoltre, non vi è unitarietà anche per la circostanza che, le agevolazioni introdotte avendo quali destinatarie le sole startup innovative, nel tempo sono state estese anche alle PMI innovative, talvolta alle PMI non innovative e da ultimo anche alle s.r.l. a prescindere dal rispetto dei limiti dimensionali. Questa ultima “estensione” ha in qualche modo stravolto l’impianto normativo italiano, sia per aspetti societari e civilistici sia per aspetti finanziari, avendo avuto quale risvolto una nuova configurazione della società a responsabilità limitata che da società “chiusa” diviene (*rectius* può divenire) società “aperta”¹³.

¹² Art 25, co. 1 del d.l.179/2012

¹³ Vedi *infra*, Cap. III, Par. 2

Nello specifico, il primo intervento del legislatore è avvenuto nel 2013, con l'art 9 del decreto legge 76/2013, convertito con emendamenti nella legge 99/2013. La modifica principale è stata l'eliminazione della lett a) dell'art 25, co. 2, (*“la maggioranza delle quote o azioni rappresentative del capitale sociale e dei diritti di voto nell'assemblea ordinaria dei soci sono detenute da persone fisiche”*). Già in sede di conversione ne era stata circoscritta l'efficacia temporale e successivamente, nel 2013, è stata integralmente soppressa e, per l'effetto è stato ampliato il novero delle imprese che possono accedere ai vantaggi.

Successivamente, il decreto legge 24 gennaio 2015, n. 3, noto come *“Investment Compact”*¹⁴, convertito nella legge 33/2015, ha ulteriormente modificato la disciplina, al fine di *“favorire l'avvio di attività imprenditoriale”* e *“di garantire una più uniforme applicazione delle disposizioni in materia di startup e di incubatori certificati”* consentendo la costituzione *online* ed estendendo la durata fino a sessanta mesi. Inoltre, è stata introdotta la PMI innovativa, attribuendo anche a tale figura la possibilità di accedere all'*equity crowdfunding* e di derogare al diritto societario.

In particolare, il primo comma dell'art. 4 del citato decreto inserisce il comma 5 *undicies* all'art. 1 del testo unico delle disposizioni in materia di intermediazioni finanziarie (TUF), introducendo così nel nostro ordinamento la definizione di *“PMI innovativa”* ed i relativi requisiti richiesti. Inoltre, il comma 10 sostituisce a *“startup innovative”* la dicitura *“PMI innovative”* in alcune disposizioni del TUF (artt. 50 *quinquies* e 100 *ter*).

¹⁴ *“Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti.”*

I commi da 2 a 8, inoltre, impongono alle PMI innovative di iscriversi presso apposita sezione del Registro delle imprese, fissando gli adempimenti che esse devono effettuare. Infine, il comma 9, estende determinati articoli del d.l. 179/2012 alle PMI innovative. Esso prevedeva, nello specifico, che alle PMI innovative si applicavano i seguenti articoli del d.l. 179/2012:

- Art. 26 (Deroga al diritto societario e riduzione degli oneri per l'avvio),
- Art. 27 (Remunerazione con strumenti finanziari),
- Art. 30, commi 6, 7 e 8 (Raccolta di capitali di rischio tramite portali online);
- Art. 32 (Pubblicità e valutazione dell'impatto delle misure);
- Art. l'articolo 29 (si applica alle PMI innovative costituite da non oltre 7 anni).

La l. 232/2016 (legge di Bilancio 2017) ha poi esteso a tutte le PMI, a prescindere, dunque, dal carattere innovativo, di raccogliere capitale tramite i portali online. Inoltre, il legislatore è intervenuto in chiave “correttiva” con il d.l. 50/2017, convertito in legge dalla L. 96/2017 estendendo a tutte le PMI le deroghe al diritto societario inizialmente previste per le sole startup innovative (ad esclusione della possibilità (esplicita) di emettere strumenti finanziari partecipativi, vedi *infra*, CAP III), passo necessario per permettere alle PMI di accedere al *crowdfunding*. L'introduzione di tali previsioni ha comportato anche modifiche al TUF, che ha esteso determinate previsioni in ambito di offerta al pubblico di quote di capitale e di accesso ai portali online anche alle PMI.

La legge di bilancio 2019 (legge 30 dicembre 2018, n. 145), ha ulteriormente inciso riguardo l'accesso ai mercati anche tramite portali online, prevedendo che le PMI possono offrire anche obbligazioni e strumenti finanziari di debito, aprendo così la strada al *debt crowdfunding*.

Inoltre, con il decreto-legge 19 maggio 2020, n. 34 recante “*Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19*” (cd. Decreto “*Rilancio*”) sono state introdotte ulteriori misure per il rafforzamento e sostegno delle startup e PMI innovative. In particolare, (i) alle startup innovative sono stati destinati 10 milioni di euro per la concessione di agevolazioni sotto forma di contributi a fondo perduto finalizzate all’acquisizione di servizi prestati da parte di incubatori, acceleratori, *innovation hub*, *business angels* e altri soggetti pubblici o privati operanti per lo sviluppo di imprese innovative; (ii) sono state assegnate risorse aggiuntive pari a 200 milioni di euro per l’anno 2020 al Fondo di sostegno al venture capital finalizzate a sostenere investimenti nel capitale di startup e PMI innovative; (iii) sono state ricomprese le startup innovative tra i soggetti ammissibili a stipulare contratti di ricerca *extra muros*, così come università e istituti di ricerca, ai fini dell’erogazione del credito d’imposta per attività di ricerca e sviluppo nei confronti dei soggetti che commissionano tali attività alle startup innovative; (iv) è stato prorogato il termine di permanenza nella sezione speciale del registro delle imprese (che però non rileva ai fini fiscali o contributivi); (v) è stata estesa la garanzia per il Fondo centrale di Garanzia per le PMI; (vi) sono stati introdotti gli incentivi in “*de minimis*” di cui all’art. 29 *bis* del d.l. 179/2012.

Di recente, a seguito dell’emanazione del Regolamento UE 2020/1503, il legislatore è intervenuto con decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30 Attuazione del regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la

direttiva (UE) 2019/1937 che ha apportato ulteriori modifiche al TUF (quali, ad esempio, l'abrogazione dell'art. 50 *quinquies* e la modifica dell'art. 100 *ter*).

In seguito, e sempre per dare attuazione a tali modifiche, la Consob ha adottato il Regolamento in materia di servizi di *crowdfunding*, in attuazione del Regolamento UE 2020/1503 sui fornitori di servizi di *crowdfunding* alle imprese e degli articoli 4 *sexies.1* e 100 *ter* del TUF (adottato con delibera n. 22720 del 1° giugno 2023).

3. Startup innovative: definizione e requisiti

Il d.l. 179/2012, come accennato in precedenza, introduce la startup innovativa (art. 25, co 2), attribuendo a questa categoria un pacchetto di misure ad-hoc. Le imprese in possesso dei requisiti dettati dal legislatore possono registrarsi come startup innovative presso la Camera di Commercio e godere dei vari benefici (art. 26 e ss).

La startup innovativa è definita come *“la società di capitali costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative del capitale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione”*¹⁵.

Da tale definizione si ricavano i primi requisiti: (i) la forma societaria che bisogna adottare è quella di società di capitali, anche cooperativa; (ii) le quote o azioni non devono essere quotate in mercati regolamentati o sistemi multilaterali di negoziazione¹⁶.

¹⁵ Art 25, co. 2

¹⁶ Nulla osta, invece, a che una startup innovativa quoti solamente titoli di debito.

A questi requisiti se ne aggiungono molti altri, elencati sempre all'art 25, co. 2 e che si suddividono in due categorie: i requisiti cumulativi (art 25, co. 2 lett. b – lett g) ed i requisiti alternativi (lett h).

3.1 I requisiti cumulativi.

La lett. b), co 2°, così come modificato dal d.l. 3/2015, fissa il requisito temporale, stabilendo che la società deve essere costituita da meno di sessanta mesi. Il *dies a quo* è la data di costituzione della società (non anche l'inizio dell'attività ovvero l'iscrizione nella sezione ordinaria del registro delle imprese). Tale limite temporale rende evidente la volontà del legislatore, ossia creare un contesto normativo particolarmente di favore in fase di avvio¹⁷. Per non discriminare le società già esistenti, sempre l'art 25, prevede espressamente che *"le società già costituite alla data di entrata in vigore della legge di conversione del presente decreto e in possesso dei requisiti previsti dal comma 2, sono considerate startup innovative ai fini del presente decreto se depositano presso l'Ufficio del registro delle imprese, di cui all'articolo 2188 del codice civile, una dichiarazione sottoscritta dal rappresentante legale che attesti il possesso dei requisiti previsti dal comma 2"*. Tuttavia, varia la durata di applicazione del regime agevolativo, che *"trova applicazione per un periodo di quattro anni alla data di entrata in vigore del presente decreto, se la start up innovativa è stata costituita entro i due anni*

¹⁷ FREGONARA, *La start up innovativa*, pag. 32

precedenti, di tre anni, se è stata costituita entro i tre anni precedenti, e di due anni, se è stata costituita entro i quattro anni precedenti”.

È necessario, inoltre, che si tratti di società residente in Italia (la cui nozione di residenza a cui bisogna far riferimento è quella rinvenibile all’art 73 del t.u.i.r.) ovvero in altro Stato membro dell’Unione europea o aderente allo Spazio Economico Europeo purché abbia una sede produttiva o una filiale in Italia (lett. c, co 2).

Vi è poi, un requisito dimensionale attinente al valore della produzione annua della società. Nello specifico, la lett. d del co. 2 richiede che tale valore *“così come risultante dall'ultimo bilancio approvato entro sei mesi dalla chiusura dell'esercizio, non è superiore a 5 milioni di euro”*. La *ratio* risiede nel presupposto che, il legislatore mira ad agevolare imprese giovani e di dimensioni medio-piccole, al fine di permettere loro la crescita e lo sviluppo nel mercato. Pertanto, il limite di cinque milioni di euro è coerente con tale assunto, considerando che *“un'attività imprenditoriale che comporti un fatturato superiore ai cinque milioni di euro nei primi cinque anni dalla costituzione, non è un'attività che abbisogna di condizioni agevolate da parte dello Stato”*¹⁸.

Ulteriore requisito, riguarda la distribuzione degli utili, che non devono essere (o essere stati) ripartiti tra i soci. Il vincolo della non distribuzione degli utili, rispecchia invece una diversa *ratio* ossia l’*“opportunità di tenere patrimonializzata l'impresa e di reinvestire nella stessa, aiutandola a crescere”*. Si tratta di un

¹⁸ BERARDI N., *Le start up innovative e le PMI innovative*, 2016, 83

presidio a tutela dei creditori e dei terzi che può portare ad un parallelismo con le norme a favore della capitalizzazione previste per la s.r.l.s.

È necessario, inoltre, che l'oggetto sociale della startup sia, in via principale o prevalente, *“lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico”*.

Infine, l'ultimo requisito cumulativo concerne la nascita della società, che non può derivare da fusione, scissione societaria oppure essere costituita a seguito di cessione di azienda o di ramo di azienda (lett. g).

3.2 I requisiti alternativi

Una startup è innovativa se rispetta almeno uno dei seguenti tre requisiti alternativi elencati alla lett. h: (i) ha sostenuto spese in ricerca, sviluppo e innovazione pari ad almeno il 15% del maggiore valore tra fatturato e costo della produzione; (ii) impiega personale altamente qualificato (almeno 1/3 dottori di ricerca, dottorandi o ricercatori, oppure almeno 2/3 con laurea magistrale); (iii) è titolare, depositaria o licenziataria di almeno un brevetto o titolare di un *software* registrato.

Tali ultimi requisiti prescritti vengono definiti indici di innovatività e costituiscono elemento essenziale nonché distintivo delle startup innovative.

Come detto, quelli indicati alla lett h, sono i c.d. requisiti alternativi, ossia quei requisiti che non devono necessariamente sussistere cumulativamente, essendo

sufficiente la sussistenza di uno solo di essi. Infatti, come si apprende dalla relazione ministeriale del 2022, solo il 16,5% li possiede tutti e tre¹⁹.

Ricapitolando, la startup innovativa è un modello «*transtipico*» e deve avere numerosi requisiti specifici: 1) l'attività deve essere svolta da non più di sessanta mesi; 2) la società deve essere residente in Italia o in uno Stato membro; 3) il totale della produzione annua, dopo il secondo anno, non può superare i 5 milioni di euro; 4) la società deve produrre prodotti o servizi innovativi; 5) deve costituirsi come società nuova, non derivata (da scissione, fusione, trasformazione, ecc.); 6) deve esporre spese di ricerca superiori ad una soglia, occupare una quota di lavoratori dottori di ricerca o simili, essere titolare o licenziataria di una privativa industriale; 7) la società non può distribuire utili.

4. PMI: definizione e requisiti.

Le PMI innovative rappresentano una fase successiva delle startup innovative, infatti, se decorsi sessanta mesi, termine previsto per il riconoscimento delle agevolazioni alle startup innovative, l'impresa presenta una forte componente innovativa, può essere riconosciuta come PMI innovativa e potrà continuare a beneficiare delle agevolazioni previste. Le PMI innovative sono le piccole e medie imprese che contribuiscono allo sviluppo innovativo, all'occupazione e alla crescita del Paese.

¹⁹ Dati comunque in crescita, nel 2017 il numero di startup che possedeva tutti e tre i requisiti era pari al 2%.

La PMI è stata introdotta dalla raccomandazione 2003/361/CE, per garantire un'omogeneità a livello europeo, poiché i vari Stati membri fornivano definizioni tra loro differenti. In particolare, la volontà era quella di garantire una coerenza a livello comunitario in riferimento alle agevolazioni previste per questa categoria, introducendo così regole comuni per i Paesi europei. Ad oggi, vi è un elevato grado di uniformità nelle definizioni di PMI degli Stati membri, il che è peculiare considerando che lo strumento della raccomandazione non ha carattere vincolante per gli Stati dell'Unione. L'ampia diffusione della definizione comunitaria di PMI nei testi giuridici e nei documenti politici sia a livello europeo che nazionale dimostra che essa è riuscita a raggiungere i suoi obiettivi principali: impedire la proliferazione di diverse definizioni europee e contribuire all'armonizzazione del trattamento delle PMI in tutte le politiche dell'Unione.

Ciò comporta vantaggi in termini di parità di trattamento per l'accesso ai finanziamenti dell'UE sia in termini di un'attenzione condivisa per le PMI in tutta l'Unione Europea.

Analizzando, adesso, la definizione contenuta nella raccomandazione dell'UE 2003/361, i principali requisiti che determinano se un'impresa è una PMI²⁰ sono

²⁰ Per ottenere la qualifica di PMI è necessario, *in primis*, essere considerati un'impresa agli occhi anche della UE. Si fornisce, pertanto, la definizione di impresa secondo la normativa comunitaria: "ogni entità, a prescindere dalla forma giuridica rivestita, che eserciti un'attività economica". "Sono considerate tali anche le entità che esercitano un'attività artigianale o altre attività a titolo individuale o familiare, le società di persone o le associazioni che esercitano un'attività economica" (<https://www.pmi.it/economia/lavoro/377730/definizione-pmi-quando-si-parla-di-piccole-e-medie-impres.html>).

numero di occupati²¹, fatturato annuo²², totale di bilancio annuo²³. La soglia dimensionale deve essere rispettata obbligatoriamente, mentre non è necessario rispettare sia il criterio del fatturato che quello del totale di bilancio, essendo sufficiente che sia rispettato uno solo di essi e potendo, quindi, l'impresa superare una delle soglie senza perdere la qualificazione di PMI.

In particolare,

- le micro-imprese devono avere (a) occupati in numero non superiore a 10; (b) fatturato non superiore a 2 milioni di euro; attivo patrimoniale non superiore a 2 milioni di euro.
- le piccole devono avere (a) occupati in numero non superiore a 50; (b) fatturato non superiore a 10 milioni di euro; attivo patrimoniale non superiore a 10 milioni di euro.
- le medie devono avere (a) occupati in numero non superiore a 250; (b) fatturato non superiore a 50 milioni di euro; attivo patrimoniale non superiore a 43 milioni di euro.

Ci sono due tipi di benefici potenziali per un'impresa che soddisfa i criteri di cui alla raccomandazione dell'UE 2003/361: da un lato (i) l'accesso a molti programmi di sostegno alle imprese dell'UE, rivolti specificamente alle PMI, quali, ad esempio, finanziamenti per la ricerca, per la competitività e l'innovazione e programmi di

²¹ Il numero di dipendenti deve essere calcolato in termini di Unità Lavorative Anno (calcolo ULA), considerando i lavoratori dell'impresa che, durante l'anno considerato, hanno lavorato nell'impresa tempo pieno, a tempo parziale o su base stagionale

²² Per fatturato si intende la voce A1 del conto economico redatto secondo le norme vigenti del Codice Civile.

²³ Per totale di bilancio si intende il totale dell'attivo patrimoniale relativo all'ultimo bilancio depositato.

sostegno nazionali simili che potrebbero altrimenti essere vietati in quanto classificabili, altrimenti, come “aiuti di Stato”; da altro lato (ii) meno requisiti o tariffe ridotte per gli adempimenti amministrativi dell'UE. La Commissione, inoltre, controlla l'attuazione della definizione di PMI e la rivede a intervalli irregolari.

Questa definizione ha, inoltre subito un'estensione, per effetto dell'emanazione del Regolamento (UE) n. 2017/1129. Sono adesso ricomprese anche le piccole e medie imprese quali definite all'art. 4, par. 1, punto 13, della Direttiva (UE) n. 2014/65, ossia le imprese che hanno una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 milioni di euro sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili.

4.1 PMI in Italia

Nell'ordinamento italiano, invece, la figura della piccola e media impresa è stata una figura controversa. Da un lato è sempre stata riconosciuta dagli economisti come architrave del sistema economico, con i pregi, in particolare, dell'impresa familiare, ma da altro lato aveva il grosso difetto della scarsa apertura al mercato finanziario e, per tale ragione, non ha visto, per lungo tempo, risposte coerenti del legislatore.

Dalla prospettiva dell'attività d'impresa è stata infatti contemplata essenzialmente, per lungo tempo, come impresa «piccolissima» ai fini dell'esclusione delle procedure concorsuali (cfr. art. 2083 c.c. e art. 11. fall.) o come piccola impresa familiare (art. 230 bis c.c.).

Nella disciplina societaria la s.r.l. è stata - sino alla riforma del 2003 - la «piccola società per azioni», un modello, dunque, limitato dalla rigidità dello schema azionario, tipico della grande impresa. Successivamente, il legislatore, rendendosi conto delle potenzialità della stessa in termini di crescita e sviluppo del paese, nonché sotto la spinta dell'Unione Europea, è intervenuto con maggiore coerenza ed incisività.

Le PMI innovative hanno avuto ingresso nel nostro ordinamento con la l. 24 marzo 2015, n. 38 (*Investment Compact*), la quale definisce, all'art. 4, «le piccole e medie imprese innovative», richiamando la Raccomandazione europea, come PMI società di capitali, costituite anche in forma di cooperativa che possiedono particolari requisiti.

Tale disposizione fissa alcuni specifici requisiti, ossia:

- devono essere residenti in Italia, o in altro Paese dello Spazio Economico Europeo ma con sede produttiva o filiale in Italia;
- devono avere almeno un bilancio certificato;
- non devono essere quotate in un mercato regolamentato;
- non devono essere iscritte contemporaneamente alla sezione speciale delle startup innovative;
- devono possedere almeno due, e non uno, dei requisiti delle startup innovative citati precedentemente, relativi alle spese di ricerca e sviluppo, al personale qualificato ed ai brevetti e software registrati, ma con soglie più basse²⁴.

²⁴ Le spese di ricerca e sviluppo devono essere pari al 3%, e non al 15%, del maggiore tra costo e valore totale della produzione, il personale in possesso di un titolo di dottorato di ricerca deve essere pari almeno ad 1/5, e non 1/3, della forza lavoro complessiva, ed infine l'impresa deve essere titolare di almeno un brevetto industriale o software registrato come nelle startup innovative. Inoltre, non è

Un'ulteriore differenza rispetto alle startup innovative consiste nel fatto che non devono essere rispettati requisiti temporali, in quanto non è più previsto nessun limite di età per le imprese che intendono registrarsi nella sezione speciale del Registro delle Imprese; pertanto, possono essere riconosciute come tali anche le imprese costituite da più di cinque anni.

Nel 2015 era stata istituita, presso il Ministero dello Sviluppo Economico, la Commissione per la determinazione della dimensione aziendale che però, dal 21 maggio 2021, non è più operativa.

Tale Commissione era stata costituita al fine di esaminare le problematiche connesse all'applicazione dei criteri e delle modalità di cui al decreto ministeriale 18 aprile 2005, emanato per fornire indicazioni in merito alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese contenuta nella raccomandazione della Commissione europea 2003/361/CE del 6 maggio 2003²⁵.

5. Incubatore certificato

Pur non essendo oggetto del presente elaborato, breve cenno va fatto riguardo gli incubatori di startup innovative certificati, introdotti e regolati anch'essi dal d.l.

richiesto per le PMI un oggetto sociale esclusivo o prevalente “per lo sviluppo, produzione e commercializzazione di prodotti o servizi innovativi ad alto valore tecnologico”, in quanto la presenza di una forte componente innovativa si desume dalla presenza dei tre requisiti elencati precedentemente, previsti sia per le startup innovative che per le Pmi, ma con soglie differenti.

²⁵ “La funzione della Commissione si considera conclusa, dopo quindici anni di attività, in considerazione sia dell'elevato numero di pareri espressi negli anni, che affrontano in maniera sostanzialmente esauriente le problematiche emerse, sia dell'esistenza di canali per consultare direttamente la Commissione europea in tema di aiuti di Stato”, <https://www.mimit.gov.it/index.php/it/impresa/piccole-e-medie-imprese/commissione-dimensione-aziendale>.

179/2012, il quale estende anche a questi ultimi numerose agevolazioni previste per le startup innovative. A differenza di queste ultime, però, all'incubatore certificato non sono posti limiti temporali, per cui la disciplina contenuta nella Sezione IX del decreto trova applicazione fintantoché permangono i requisiti richiesti dal legislatore.

La previsione di una certificazione per gli incubatori nasce dall'esigenza di *«valorizzare quelle società che meglio sanno offrire servizi adeguati all'avvio e allo sviluppo di start up innovative, e ai quali sono estese alcune delle misure previste per le stesse start up»*²⁶. L'incubatore è quel soggetto che affianca le startup in una fase delicata, ossia quella di avvio e di crescita, *«formando e affiancando i fondatori sui temi salienti della gestione di una società e del ciclo di business, fornendo sostegno operativo, strumenti di lavoro e sede nonché segnalando l'impresa agli investitori ed eventualmente investendovi esso stesso»*²⁷, per cui la previsione di una disciplina dedicata da parte del legislatore risultava imprescindibile.

La nozione di incubatore certificato è stata introdotta dall'art. 25, comma 5 del DL 179/2012 e viene definita nei dettagli dal Decreto ministeriale 22 dicembre 2016.

Ai sensi del d.l. 179/2012, art. 25, comma 5 l'incubatore certificato è una società di capitali di diritto italiano, che può essere costituita anche in forma cooperativa, oppure una *Societas Europea*, residente in Italia ai sensi dell'art. 73 t.u.i.r., che offre

²⁶ Schede di lettura del d.l.179/2012, n. 737

²⁷ Schede di lettura del d.l.179/2012, n. 737

servizi per sostenere la nascita e lo sviluppo di startup innovative. Esso, inoltre, deve possedere i seguenti requisiti individuati dal legislatore:

- disporre di strutture, anche immobiliari, adeguate ad accogliere startup innovative, quali spazi riservati per poter installare attrezzature di prova, test, verifica o ricerca;
- disporre di attrezzature adeguate all'attività delle startup innovative, quali sistemi di accesso in banda ultralarga alla rete internet, sale riunioni, macchinari per test, prove o prototipi;
- deve essere amministrato o diretto da persone di riconosciuta competenza in materia di impresa e innovazione e deve avere a disposizione una struttura tecnica e di consulenza manageriale permanente;
- deve intrattenere regolari rapporti di collaborazione con università, centri di ricerca, istituzioni pubbliche e partner finanziari che svolgono attività e progetti collegati a startup innovative;
- deve avere adeguata e comprovata esperienza nell'attività di sostegno a startup innovative.

Il possesso dei requisiti sopra riportati è autocertificato dall'incubatore certificato mediante dichiarazione sottoscritta dal rappresentante legale, effettuata al momento dell'iscrizione alla sezione speciale del registro delle imprese e confermato almeno una volta all'anno, sulla base di indicatori e relativi valori minimi che sono stabiliti dal decreto del Ministero dello sviluppo economico del 22 dicembre 2016.

CAPITOLO SECONDO

REGOLE SPECIALI PER LE PMI E LE START UP INNOVATIVE

SOMMARIO: *1. Premessa. 2. Deroghe al diritto societario. 2.1 Deroghe al diritto societario applicabili alle sole s.r.l. e l'incidenza sull'accessibilità al mercato finanziario. 3. Benefici in ambito giuslavoristico. 4. Le agevolazioni di carattere tributario e previdenziale. 4.1 L'esonero dall'imposta di bollo e dai diritti camerali. 4.2 L'esonero della disciplina delle società di comodo e quella delle società in perdita sistematica. 4.3 Agevolazioni fiscali e contributive agli strumenti finanziari diretti a remunerare prestazioni lavorative e consulenze qualificate nonché prestazioni di opere e servizi. 4.4 Incentivi all'investimento in startup o PMI innovative. 4.5 Incentivi in regime "de minimis" all'investimento in startup e PMI innovative. 5. Gestione della crisi. 6. Accesso al Fondo di Garanzia per le PMI. 7. Ruolo e funzioni dell'Agenzia ICE.*

1. Premessa

Il presente capitolo analizzerà le agevolazioni ed i benefici concessi alle PMI e startup innovative. Nel fare ciò, si effettuerà una disanima comune tra PMI e startup, evidenziando quando le varie misure sono state previste esclusivamente per una delle due figure, quando la disciplina è esattamente coincidente e quando, infine, la disciplina è sostanzialmente uguale ma con gli opportuni accorgimenti derivanti da differenze talvolta strutturali, talvolta di altro genere, delle due forme di impresa.

Ad oggi, “fare impresa”²⁸ è un atto con forte valore sociale, emblema di fiducia e di volontà di investire nella società e nel futuro. “In questa direzione, operano interventi legislativi, attraverso i quali si premiano, mediante agevolazioni sul piano fiscale, amministrativo e finanziario, forme di collaborazione più flessibili, in cui riveste un ruolo fondamentale l’intervento rimesso all’autonomia privata, al fine di mettere a disposizione degli operatori economici uno strumento in grado di accrescere, individualmente e collettivamente, la propria capacità innovativa e la propria competitività sul mercato. [...] Ed in tale contesto, si collocano pure gli interventi del legislatore che concernono le start up innovative e le piccole e medie imprese (PMI) innovative, attraverso i quali l’obiettivo primario che, all’evidenza, si intende perseguire, al fine di superare la crisi economica e la fase di stallo in cui il Paese si dibatte ormai da troppo tempo, è l’innovazione, accompagnata dall’attrazione di risorse e capitali, dalla competitività e dalla concorrenza²⁹.”

La disciplina di favore prevista per le startup innovative la si trova *in primis* nel d.l. 179/2012 sez. IX (in particolare artt. 26-32), mentre quella prevista (ed in parte sovrapponibile con la precedente) per le PMI innovative è dettata dal d.l. 3/2015.

La sezione IX del d.l. 179/2012, poi modificata nel tempo con vari interventi legislativi menzionati al paragrafo precedente, prevede deroghe al diritto societario e riduzione degli oneri per l’avvio (art. 26), benefici in ambito giuslavoristico (artt. 27, 27 bis, 28), agevolazioni fiscali e incentivi all’investimento (artt. 29, 29 bis), nonché una disciplina di favore per la gestione della crisi (art 31).

²⁸ INCANTALUPO, *Start up*, Milano, 2018, 19 ss.*Milan*

²⁹ LEO G., *Start up e PMI innovative*, (a cura di) CAGNASSO O. e Angelo MAMBRIANI A., 2020, 927

Sono regolamentati, inoltre, all'art. 30, sia l'accesso al Fondo di Garanzia per le PMI, sia il ruolo centrale dell'Agenzia ICE per la costituzione e lo sviluppo di startup innovative che si traduce in assistenza e consulenza svolte in favore delle stesse.

Sono previsti, inoltre, dei fondi e delle misure agevolative introdotte con l'obiettivo di sostenere la nascita e lo sviluppo di startup innovative, nonché quello di valorizzarne il processo di innovazione. In particolare, sono: (i) l'incentivo Smart&Start Italia gestito dal Invitalia in collaborazione con il Ministero dello Sviluppo Economico; (ii) la misura "Voucher 3i – investire in innovazione"; (iii) il Fondo Nazionale Innovazione (FNI) gestito da Cassa Depositi e Prestiti attraverso una cabina di regia; (iv) il Fondo per piccole e medie imprese creative istituito dall'art 1, commi 109 e ss. L. 178/2020 (legge di bilancio per il 2021); (v) la misura Sperimentazione Italia, introdotta con d.l. 76/2020; (vi) il Piano Transizione 4.0 che ha fatto ingresso con il Decreto Transizione del 2019; infine, (vii) il Bando Trasformazione Digitale disciplinato dal Decreto Direttoriale del 9 giugno 2020.

Per ciò che attiene, invece, le PMI innovative, l'art 4 del d.l. 3/2015 rinvia agli artt. 26 (con talune deroghe); art. 27; art. 30 co. 6, 7 e 8; art. 32. Pertanto, vi sono talune previsioni che si applicano sia alle startup innovative sia alle PMI in forza del suddetto rinvio, talaltre che si applicano esclusivamente alle prime.

2. Deroghe al diritto societario.

L'art. 26 del d.l. 179/2012 regolamenta, dal primo al settimo comma, le deroghe al diritto societario concesse a startup e PMI innovative. Talune deroghe sono concesse a prescindere dal tipo societario adottato, altre, invece, trovano applicazione solo nel caso in cui il modello adottato sia quello della società a responsabilità limitata. Ciò è dovuto sia alla circostanza che il modello delle s.r.l. è quello maggiormente utilizzato nel nostro ordinamento, sia al fatto che è quello che presenta maggiori criticità (e necessita, pertanto, degli adeguamenti) in quanto è un modello societario in cui la componente "personale" è più rilevante di quella dei "capitali". Il legislatore, nel disciplinare le deroghe al modello codicistico di s.r.l. non ha inteso dar vita ad un nuovo modello societario, bensì ha inteso apportare delle modifiche significative ai modelli già esistenti, per renderli più flessibili e più aperti al mercato di capitali. La disciplina in esame si atteggia come *"immunità da regole di diritto comune [...] funzionali ad agevolare la provvista del capitale finanziario e di rischio delle nuove imprese 'a vocazione' tecnologica"*³⁰.

L'art. 26, comma 1, d.l. 179/2012 (a cui rinvia l'art. 4 del d.l. 3/2015³¹) prevede una deroga (i) agli artt. 2446 e 2482 *bis*, che dettano una disciplina per la copertura delle perdite sostanziali di oltre un terzo del capitale sociale al di sopra del minimo legale, rispettivamente per le s.p.a. e per le s.r.l.; (ii) agli artt. 2447 e 2482 *ter*, che dettano una disciplina per la copertura delle perdite sostanziali di oltre un terzo del capitale sociale al di sotto del minimo legale, rispettivamente per le s.p.a. e per le s.r.l.

³⁰ MALTONI M. E SPADA P., "L'impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata", in Riv. not., 2013, 6

³¹ Per cui si applica sia alle startup sia alle PMI innovative.

Nella disciplina ordinaria, di fronte a perdite sostanziali di oltre un terzo del capitale sociale, ma sopra il minimo legale, la perdita deve essere appianata o almeno ridotta a meno di un terzo entro l'esercizio successivo, altrimenti si dovrà procedere ad una corrispondente riduzione del capitale sociale. Nel caso in cui il capitale si riduca per effetto della perdita al di sotto del limite legale, invece, deve essere convocata senza indugio l'assemblea ed il capitale sociale deve essere immediatamente (ossia senza la possibilità di attendere l'esercizio successivo) ridotto ed aumentato per riportarlo al di sopra – o al pari – della soglia minima legale.

Nella disciplina prevista per PMI e le startup innovative, il legislatore ha posticipato di un anno i limiti temporali, così concedendo a tali imprese di poter rimandare la decisione della riduzione e contestuale aumento del capitale sociale all'esercizio successivo qualora la perdita sia al di sotto del minimo legale, ovvero al secondo esercizio successivo qualora si tratti di perdita superiore al minimo legale. Entro tale termine non opera la causa di scioglimento di cui agli articoli 2484, primo comma, punto n. 4), e 2545-*duodecies* del c.c. La previsione viene giustificata sulla base della circostanza che l'impresa, in una prima fase, avrà fisiologicamente delle perdite, delle quali rientrerà auspicabilmente nell'esercizio successivo³².

2.1. Derghe al diritto societario applicabili alle sole s.r.l. e l'incidenza sull'accessibilità al mercato finanziario

³² Scheda di lettura del d.l.n. 179/2012: "così da consentire alla impresa start-up innovativa di completare l'avvio e di rientrare fisiologicamente dalle perdite maturate nelle primissime fasi." (SERVIZIO STUDI - DIPARTIMENTO ATTIVITÀ PRODUTTIVE, *Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese - d.l.179/2012- A.C. 5626 - Schede di lettura*, documenti.camera.it/leg16/dossier/Testi/D12179.htm#_Toc348596373, 10 dicembre 2012).

I successivi commi (2-4) – applicabili solamente alle s.r.l. – prevedono la libera determinazione dei diritti attribuiti ai soci, attraverso la creazione di categorie di quote anche prive di diritti di voto o con diritti di voto non proporzionali alla partecipazione ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative, nell'intento di fornire strumenti flessibili e diversificati, per adattarli alle esigenze dei nuovi investitori che queste imprese vogliono attrarre.

In particolare, il secondo comma, derogando all'art. 2468, commi secondo e terzo, c.c., prevede la possibilità di creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, può liberamente determinare il contenuto delle varie categorie. Al comma successivo, specifica che possono essere create categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative.

Con la creazione di categorie di quote il modello delle s.r.l si avvicina a quello delle s.p.a. e si attua, così, una spersonalizzazione del tipo con una centralità della partecipazione sociale asettica, indipendente dall'individuo che la detiene. Nelle s.r.l. non è più centrale il socio, con la sua personalità, ma la quota³³.

³³ SALVATORE L., "Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale", in Riv. Soc., Fasc. 19 – 2014, 30.

Inoltre, ai sensi del quinto comma, le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di s.r.l. possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso portali per la raccolta di capitali di cui all'art. 30 del medesimo decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali. L'obiettivo della disposizione è quello di facilitare l'accesso al capitale per le imprese startup innovative, indipendentemente dalla forma giuridica prescelta. Il divieto di far ricorso al pubblico risparmio costituisce un limite allo sviluppo di startup che non dispongono di una dotazione di capitale sufficiente per costituirsi in forma di s.p.a. e, da altro lato, favorisce la strutturale dipendenza dal finanziamento bancario senza che vi sia la possibilità di diversificazione delle fonti di approvvigionamento del capitale.

Ulteriore deroga riguarda la possibilità, per le startup e le PMI, di effettuare operazioni sulle proprie partecipazioni, così derogando all'art. 2474 c.c., in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori, componenti dell'organo amministrativo o prestatori di opere o servizi, anche professionali.

Infine, le PMI possono emettere strumenti finanziari dotati di diritti patrimoniali e amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci. La previsione del comma 7 è volta a consentire la diffusione di pratiche di *work-for-equity*³⁴ attraverso l'assegnazione di strumenti finanziari (non imputati a capitale) a seguito dell'apporto da parte dei soci o di terzi anche di opera o servizi. Le deroghe al diritto societario appena menzionate sono di rilevante importanza, sia

³⁴ Vedi paragrafo successivo

con riferimento alla *governance* societaria sia con riferimento all'accesso ai mercati finanziari.

Per capirne la portata bisogna analizzare gli interventi normativi che hanno come punto di partenza la riforma societaria del 2003. Nel modello delineato dal codice civile post-riforma, la riconoscibilità della s.r.l. *«rispetto alle società di persone, da un lato, e all'archetipo rappresentato dalla società per azioni, dall'altro lato, parrebbe ridursi a ben pochi elementi rispetto al passato e corre, quanto alle prime, sul filo della limitazione del rischio imprenditoriale al patrimonio investito e, quanto al secondo, su quello del divieto di appellarsi direttamente al pubblico degli investitori»*³⁵. La s.r.l. risultava così una società di capitali “chiusa”, in cui il socio, al pari delle società di persone, era di centrale importanza. Successivamente, permettendo alle startup innovative prima ed alla generalità delle s.r.l. poi (d.l. 30/2023), di creare categorie di quote e di offrirle al pubblico, anche tramite portali online, si è passati ad un modello di s.r.l. “aperta”.

Ci si è chiesto, in dottrina, se siamo dinanzi ad un nuovo modello societario o solamente ad una nuova variante del medesimo modello societario. In particolare, ci si chiede se l'assetto finanziario della società possa essere idoneo a mutarne la qualificazione societaria medesima. Vi sono diverse opinioni al riguardo, c'è chi li considera *«qualcosa di tipologicamente diverso dalla s.r.l. tradizionale, e più precisamente una “piccola s.p.a.”*³⁶; chi le considera semplicemente una diversa “variante”; chi, invece, sostiene che l'accesso di queste al *crowdfunding* comporti

³⁵ SCANO, Il “tipo”, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di Ibba-Marasà, I, Milano, 2020, 72

³⁶CERRATO, La parabola di start-up e pmi dalla s.r.l. alla s.p.a., in *Le società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di Irrera, Torino, 2020 43; la definisce una s.r.l. PMI «malamente “travestita” da s.p.a.».

l'emersione di un nuovo sub-tipo societario; chi, infine, ritiene che esistano «“tipi” di società a responsabilità limitata diversi, se pensati quali modelli socio-economici; ma, forse, da radicalizzare (magari con un intervento normativo) diversi anche dal punto di vista della fattispecie, dandosi un quarto tipo di società di capitali»³⁷.

A prescindere dalla soluzione che si voglia adottare, è chiaro che il diverso assetto finanziario sia idoneo ad incidere sulla qualificazione della s.r.l. “ordinaria” e che «l'emersione, accanto a quella dei soci-imprenditori, della categoria dei soci-investitori alteri quella parte della disciplina di base che fa leva sul rilievo personalistico del socio di s.r.l.»³⁸.

3. Benefici in ambito giuslavoristico

I profili giuslavoristici sono disciplinati dall'art. 28 del d.l. 179/2012. Il legislatore è intervenuto in tale ambito con l'obiettivo da un lato di creare competenze di alto profilo, sia tecniche che manageriali, e da altro lato di permettere, a chi matura esperienza all'interno delle startup, di ricollocarsi facilmente nel mondo del lavoro. Tali interventi si inseriscono “nel campo della politica attiva del lavoro, in un processo di interventi che non si esauriscono nell'assegnazione di incentivi economici all'imprenditore che assume personale, ma che consistono, soprattutto, in una serie di iniziative di formazione e qualificazione professionale, tese

³⁷ ONZA, L “accesso” alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata, in Giur. comm., 2020, I, 732

³⁸ DONATIVI V., Il Trattato delle Società – Tomo III, 2022, 889 ss.

*all'inserimento di lavoratori dotati di specifiche competenze nel circuito produttivo*³⁹. La formazione e la qualificazione professionale sono di centrale importanza anche in ambito europeo. Il nostro legislatore, infatti, è intervenuto – anche in epoca recente – per integrare le fonti nazionali con quelle dell'Unione Europea, tramite il sistema della *multilevel governance* (ossia un sistema articolato su una pluralità di livelli).

Le due agevolazioni previste per le startup dal d.l. 179/2012 erano, da un lato la possibilità di stipulare contratti a tempo determinato (art. 28, commi 2-6) al fine di garantire maggiore flessibilità e, da altro lato, agevolazioni fiscali e previdenziali per i proventi configurabili come reddito di lavoro.

Riguardo il contratto a tempo determinato, la disciplina prevista dal d.l. 179/2012 è stata abrogata dal d.l. 81/2015 che disciplina tale tipologia di contratti di lavoro subordinato in termini generali (e non solo con riferimento alle startup innovative). In particolare, tale decreto, denominato *Disciplina organica dei contratti di lavoro e revisione della normativa in tema di mansioni*, prevedeva limitazioni e requisiti per la stipulazione dei contratti a termine, concedendo, però, una disciplina più flessibile nel caso in cui fosse una startup a stipularli (art. 21, comma 3 e art. 23, comma 2, lett. a). Nel 2018 il legislatore è ulteriormente intervenuto con d.l. 87/2018 (*Disposizioni urgenti per la dignità dei lavoratori e delle imprese*) restringendo il campo di applicazione ed in particolare diminuendo il limite massimo di durata dei contratti a termine da trentasei mesi (ossia quanto previsto sia dal d.l. 179/2012 sia dal d.l. 81/2015) a ventiquattro mesi. Da ultimo, è

³⁹ LEO G., *Start up e PMI innovative*, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 926.

recentemente intervenuto con il d.l. 48/2023 (*Misure urgenti per l'inclusione sociale e l'accesso al mondo del lavoro*) senza tuttavia modificare la disciplina applicabile alle startup innovative.

Il contratto a tempo determinato è un contratto di lavoro subordinato nel quale è prevista una durata predeterminata, mediante l'apposizione di un termine. L'apposizione del termine è priva di effetto (ed il contratto si considera a tempo indeterminato) se non risulta da atto scritto, fatta eccezione per i rapporti di lavoro di durata non superiore a 12 giorni.

La durata massima del contratto a termine è fissata in 12 mesi, con possibilità di prorogarla a 24 mesi, ma solo in presenza di almeno una delle seguenti condizioni (art. 19): (i) esigenze temporanee e oggettive, estranee all'ordinaria attività; (ii) esigenze di sostituzione di altri lavoratori; (iii) esigenze connesse a incrementi temporanei, significativi e non programmabili, dell'attività ordinaria. Pertanto, il contratto a tempo determinato non può avere una durata superiore a 24 mesi, comprensiva di proroghe o per successione di più contratti, fatte salve previsioni diverse dei contratti collettivi nazionali, territoriali o aziendali stipulati da associazioni sindacali comparativamente più rappresentative sul piano nazionale.

Ai sensi dell'art. 21, comma 3, i limiti previsti in relazione a proroghe e rinnovi dei contratti a termine non si applicano alle imprese startup innovative (di cui all'art. 25, commi 2 e 3, del D. L. 179/2012) per 4 anni dalla costituzione della società, oppure per il più limitato periodo previsto per le società già costituite.

La disciplina vigente pone, inoltre, un limite percentuale di contratti di lavoro a termine. I datori di lavoro possono assumere lavoratori a tempo determinato in

misura non superiore al 20% del numero dei lavoratori a tempo indeterminato in forza al 1° gennaio dell'anno di assunzione, salvo diversa disposizione dei contratti collettivi (art. 23). Per i datori di lavoro che occupano fino a cinque dipendenti è sempre possibile stipulare un contratto di lavoro a tempo determinato.

Anche in tal caso il legislatore ha previsto, all'art. 28, comma 3, che le startup innovative rimangono esenti dal limite percentuale del 20% di contratti di lavoro a termine.

L'art. 28, oltre a regolamentare quanto appena analizzato, disciplina anche la retribuzione nelle startup innovative. Essa è composta da una parte fissa – che non può essere inferiore al minimo tabellare previsto dal contratto collettivo applicabile, per il rispettivo livello di inquadramento – e da una parte variabile, consistente in trattamenti collegati all'efficienza o alla redditività dell'impresa, alla produttività del lavoratore o del gruppo di lavoro, o ad altri obiettivi o parametri di rendimento concordati tra le parti, incluse l'assegnazione di opzioni per l'acquisto di quote o azioni della società e la cessione gratuita delle medesime quote o azioni⁴⁰.

Tale forma di retribuzione è prevista anche per i collaboratori, amministratori nonché lavoratori senza vincolo di subordinazione che abbiano prestato opere o servizi in favore della startup.

L'art. 27 disciplina, invece, la remunerazione tramite strumenti finanziari della startup innovativa, prevedendo, che il reddito derivante da assegnazione di strumenti finanziari emessi dalla startup o da una società controllata da

⁴⁰ Art. 28, comma 7, d.l.179/2012

quest'ultima, quale parte variabile della retribuzione, non concorre a formare il reddito imponibile sia ai fini fiscali, sia ai fini contributivi.

Tale ultima previsione si applica anche alle PMI innovative in forza del rinvio effettuato dall'art. 4 del d.l. 3/2015.

La *ratio* delle agevolazioni e previsioni appena analizzate è sicuramente, da un lato quella di stimolare i dipendenti all'imprenditorialità, al rendimento ed al funzionamento dell'attività intrapresa⁴¹, da altro lato ridurre gli oneri gravanti sia sull'impresa di nuova costituzione, sia sul lavoratore.

4. Le agevolazioni di carattere tributario e previdenziale.

Il d.l. 179/2012, come anticipato, prevede delle agevolazioni di natura fiscale e contributiva in favore delle startup innovative. Esse vanno dall'esenzione dal versamento dell'imposta di bollo e dai diritti di camerali connessi agli adempimenti per l'iscrizione al Registro delle imprese (art. 26, comma 8), alla non applicazione della disciplina delle società di comodo ed in perdita sistematica (art. 26, comma 4), dalle agevolazioni fiscali e contributive agli strumenti finanziari diretti a remunerare prestazioni lavorative e consulenze qualificate (art. 27, comma 1-3) nonché alla loro emissione a fronte di apporti di opere e servizi (art. 27, comma 4) agli incentivi fiscali per le persone fisiche e giuridiche che effettuano investimenti in startup innovative (art. 29).

⁴¹ LEO G., Start up e PMI innovative, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 932.

4.1. L'esonero dall'imposta di bollo e dai diritti camerali.

Il legislatore, al fine di ridurre gli oneri gravanti sulle imprese di nuova costituzione, dispone all'art 26, comma 8, d.l. 179/2012, che la startup innovativa sia esonerata dal pagamento *“dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria dovuti per gli adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese, nonché dal pagamento del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio”*.

Per poter beneficiare di tale agevolazione, è tenuta ad osservare un apposito regime pubblicitario, ossia quello previsto all'art. 25, comma 8, il quale prescrive l'istituzione, da parte delle Camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura, di un'apposita sezione speciale del Registro delle imprese di cui all'art. 2188 c.c. L'iscrizione nella sezione speciale si aggiunge alla consueta ed obbligatoria iscrizione nella sezione ordinaria del medesimo registro.

L'esenzione è comunque subordinata al mantenimento dei requisiti previsti dalla legge per l'acquisizione della qualifica di startup innovativa e dura, comunque, non oltre il quinto anno di iscrizione.

La perdita dei requisiti – alla quale è equiparato il mancato deposito della dichiarazione che attesta il mantenimento del possesso dei predetti requisiti – comporta la cancellazione d'ufficio dalla sezione speciale del Registro delle imprese e l'obbligo di versamento di quanto dovuto ai fini dell'imposta di bollo e dei diritti di segreteria per l'iscrizione nella sezione ordinaria del Registro (che permane nonostante la cancellazione dalla sezione speciale).

Per le PMI innovative, il comma 9 dell'art. 4 del d.l. 3/2015, rimanda all'art 26 del d.l. 179/2012. Nello specifico, dopo il rinvio, il legislatore specifica che è fatto salvo *“l’obbligo del pagamento dei diritti di segreteria dovuti per adempimenti relativi alle iscrizioni nel registro delle imprese nonché del diritto annuale dovuto in favore delle camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura.”* Pertanto, anche per le PMI innovative è previsto l’esonero dal pagamento delle imposte di bollo, ma non del pagamento dei diritti di segreteria e del diritto annuale.

4.2. L’esonero della disciplina delle società di comodo e quella delle società in perdita sistematica.

L’art 26, comma 4 del d.l. 179/2012 stabilisce che alle start-up innovative non si applica la disciplina prevista per le società di comodo di cui all'articolo 30 della legge 23 dicembre 1994, n. 724, e quella delle società in perdita sistematica di cui all'articolo 2, commi da 36-decies a 36-duodecies del decreto-legge 13 agosto 2011, n. 138, convertito, con modificazioni, dalla legge 14 settembre 2011, n. 148.

La disciplina sulle società di comodo ed in perdita sistematica ha come obiettivo quello di disincentivare il ricorso all’utilizzo distorto dello strumento societario, che talvolta viene utilizzato al solo fine di eludere la legge per avvalersi delle più favorevoli norme dettate per le società senza che vi sia un reale interesse allo svolgimento di attività operative commerciali.

In sintesi, in forza della disciplina in esame, viene effettuata una quantificazione presuntiva del reddito imponibile del soggetto ritenuto “di comodo” (sulla base

degli *assets* posseduti e di coefficienti prefissati), liquidando poi le imposte dovute sulla base di quanto risultante da tale quantificazione. Lo *status* di società non operativa si verifica svolgendo il test di operatività⁴² di cui all'art. 30, comma 1 l. 724/1994.

Inoltre, sono considerate “di comodo” anche le società che per tre periodi di imposta consecutivi hanno presentato dichiarazioni in perdita fiscale, nonché le società che nello stesso periodo siano risultate (i) in perdita fiscale per due periodi di imposta ed (ii) in uno abbiano dichiarato un reddito inferiore all'ammontare determinato ai sensi dell'art. 30, comma 3 della l. 724/1994.

Per le società in perdita sistematica, la disciplina sulle società di comodo si applica a decorrere dal quarto periodo di imposta successivo al periodo di osservazione. In forza dell'art. 26, comma 4 del d.l. 179/2012, la non applicazione dell'art. 30, l. 724/1994 comporta che per tutto il periodo in cui la società ha i requisiti di startup innovativa, la stessa non è tenuta ad effettuare il test di operatività. Inoltre, per il medesimo periodo non si applica neanche la disciplina delle società in perdita sistematica.

Il triennio di “osservazione” ai fini dell'applicazione della disciplina delle società in perdita sistematica “*decorre dal periodo di imposta successivo a quello in cui viene meno la qualifica di startup innovativa*”⁴³.

⁴² Test teso a verificare se nell'ultimo triennio (ivi compreso l'esercizio per cui è operata la predetta verifica) la media dei ricavi, incrementi di rimanenze e proventi (esclusi quelli di carattere straordinario) risultanti dal conto economico - cosiddetti ricavi effettivi – sia almeno pari al valore determinato mediante applicazione, alla media triennale dei valori attribuibili agli asset patrimoniali specificamente previsti dal 1° co dell'art. 30, delle percentuali ivi indicate – cosiddetti ricavi presunti.

⁴³ CLAUDIO SOTTORIVA, *Start up e PMI innovative*, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 942.

La società sarà, inoltre, tenuta ad effettuare il test di operatività a partire dal periodo successivo a quello in cui viene meno la qualifica di startup innovativa⁴⁴.

4.3. Agevolazioni fiscali e contributive agli strumenti finanziari diretti a remunerare prestazioni lavorative e consulenze qualificate nonché prestazioni di opere e servizi.

Le startup innovative e gli incubatori certificati possono remunerare i propri collaboratori con strumenti di partecipazione al capitale sociale (come le *stock option*), e i fornitori di servizi esterni attraverso schemi di *work for equity*. Il reddito derivante dall'assegnazione di tali strumenti non concorre alla formazione del reddito imponibile, né ai fini fiscali, né ai fini contributivi.

Nello specifico, l'art. 27, comma 1, prevede la "non rilevanza fiscale e contributiva del reddito di lavoro derivante dall'assegnazione di strumenti finanziari effettuata dalle startup innovative in favore dei propri amministratori, dipendenti e collaboratori continuativi, ovvero derivante dall'esercizio di diritto di opzione su strumenti finanziari da parte dei predetti soggetti.

Tale regime di favore, previsto per gli amministratori, i dipendenti e i collaboratori di startup innovative, si affianca a quello previsto, per la generalità dei dipendenti delle imprese, dall'art. 51, comma 2, lett. g), t.u.i.r.

⁴⁴ Come chiarito con la circolare n. 25/E del 4 maggio 2017, nella determinazione dei ricavi presuntivi e di quelli effettivi occorre considerare i due periodi di imposta precedenti a quello in osservazione, anche se *interessati* da cause di non applicazione della disciplina.

Tale previsione normativa è, nello specifico, una deroga all'art. 51, comma 1 del t.u.i.r., il quale prevede che il reddito da lavoro dipendente è costituito da tutte le somme e i valori in genere, a qualunque titolo percepiti nel periodo di imposta, anche sotto forma di erogazioni liberali, in relazione al rapporto di lavoro.

Le startup innovative possono assegnare strumenti finanziari e diritti di opzione con regime fiscale agevolato sino a quando (i) non venga meno uno dei requisiti di cui all'art. 25, comma 2; (ii) non siano trascorsi quattro anni dalla data di costituzione, o il minor termine nel caso di società già costituita⁴⁵.

Inoltre, i benefici fiscali vengono meno, senza limiti temporali, anche nel caso di riacquisto degli strumenti finanziari da parte della startup innovativa, dalla società emittente o da qualsiasi soggetto che direttamente controlla o è controllato dalla startup innovativa, ovvero è controllato dallo stesso soggetto che controlla la startup innovativa. Qualora gli strumenti finanziari o i diritti siano ceduti in contrasto con tale disposizione, il reddito di lavoro che non ha previamente concorso alla formazione del reddito imponibile dei suddetti soggetti è assoggettato a tassazione nel periodo d'imposta in cui avviene la cessione.

Il comma 4 del medesimo articolo disciplina, invece gli strumenti finanziari emessi a fronte dell'apporto di opere e servizi rese in favore di startup innovative, nonché di crediti maturati a seguito della prestazione di opere e servizi, ivi inclusi quelli professionali, resi dagli stessi. La disposizione in esame prevede che detti strumenti finanziari *“non concorrono alla formazione del reddito complessivo del soggetto che effettua l'apporto, anche in deroga all'articolo 9 del decreto del Presidente*

⁴⁵ Art. 31, comma 4, d.l.179/2012.

della Repubblica 22 dicembre 1986, n. 917, al momento della loro emissione o al momento in cui è operata la compensazione che tiene luogo del pagamento”.

Infine, per ciò che attiene le plusvalenze realizzate dalla cessione a titolo oneroso di cui trattasi, sono assoggettate ai regimi loro ordinariamente applicabili.

4.4. Incentivi all’investimento in startup o PMI innovative.

Tra i vari interventi a favore delle startup e delle PMI innovative vi sono anche gli incentivi fiscali all’investimento previsti dal decreto interministeriale 7 maggio 2019, con il quale il Ministero dell’economia e delle finanze di concerto con il Ministero dello sviluppo economico, ha fissato le «*Modalità di attuazione degli incentivi fiscali all’investimento in start up innovative e in P.M.I. innovative*» secondo quanto dettato dall’art. 29 del d.l. 179/2012. Secondo il legislatore, era fondamentale attrarre investitori e capitali anche attraverso la riduzione di oneri fiscali⁴⁶. A tal fine, ha previsto, all’art. 29, che i soggetti passivi Irpef ed Ires possano abbattere il proprio carico fiscale di un importo pari ad una determinata percentuale dell’investimento effettuato.

Il decreto prevede, in particolare, che le persone fisiche che effettuano un investimento agevolato in una o più start up innovative o PMI innovative, possono detrarre dall’imposta lorda, un importo pari al 30 per cento dei conferimenti rilevanti effettuati, per importo non superiore a euro 1.000.000, in ciascun periodo d’imposta.

⁴⁶ BERARDI N. (2016) Le start up innovative e le PMI innovative, 120

Qualora la detrazione sia di ammontare superiore all'imposta lorda, l'eccedenza può essere portata in detrazione dall'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche dovuta nei periodi di imposta successivi, ma non oltre il terzo, fino a concorrenza del suo ammontare.

I soggetti passivi Ires, invece, possono dedurre dal reddito complessivo un importo pari al 30 per cento dei conferimenti rilevanti effettuati, fino ad un importo massimo di euro 1.800.000, per ciascun periodo di imposta. Qualora tale deduzione sia di importo superiore al reddito complessivo può essere portata in deduzione nei periodi di imposta successivi, ma non oltre il terzo, fino a concorrenza del suo ammontare.

Le agevolazioni possono essere cumulate dai contribuenti con le altre misure di favore disposte dall'art. 27, d.l. legge 18 ottobre 2012, n. 179.

Per ciascuna startup o PMI innovativa, le agevolazioni spettano per un ammontare massimo di conferimenti ammissibili pari a euro 15.000.000.

Il decreto precisa che ai fini delle agevolazioni di cui trattasi, per PMI innovative si intendono le P.M.I. che: (i) rientrano nella definizione di P.MI. innovativa di cui all'art. 4, 1° co., del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3, anche non residenti in Italia, purché in possesso dei medesimi requisiti, ove compatibili, a condizione che le stesse siano residenti in uno degli Stati membri dell'Unione Europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo e abbiano una sede produttiva o una filiale in Italia; (ii) ricevono l'investimento iniziale a titolo della misura anteriormente alla prima vendita commerciale su un mercato o entro sette anni dalla loro prima vendita commerciale.

L'investimento agevolato può essere effettuato sia direttamente, sia indirettamente per il tramite di organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in startup innovative o PMI innovative⁴⁷.

Le agevolazioni si applicano ai conferimenti in denaro effettuati a titolo di capitale sociale e a titolo di sovrapprezzo delle startup o PMI innovative ammissibili o delle società di capitali che investono prevalentemente in startup innovative o PMI innovative ammissibili.

Oltre ai conferimenti in denaro effettuati a titoli di capitale sociale e agevolabili a titolo di sovrapprezzo, si considerano investimenti agevolati altresì (i) la conversione in capitale sociale di obbligazioni convertibili; (ii) gli investimenti in quote degli organismi di investimento collettivo del risparmio; (iii) la compensazione dei crediti in sede di sottoscrizione di aumenti del capitale, ad eccezione dei crediti risultanti da cessioni di beni o prestazioni di servizi diverse da quelle previste dall'art. 27, d.l. 18 ottobre 2012 n. 179.

Le agevolazioni sono concesse a condizione che gli investitori o i soggetti di cui all'art. 1, 2° co., lett: e) e f) del decreto, ricevano e conservino (i) una certificazione della startup innovativa o PMI innovativa che attesti di non avere superato il limite;

⁴⁷ A tal fine, l'art. 1, comma 2, del decreto prevede che per organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società di capitali che investono prevalentemente in startup innovative o PMI innovative ammissibili si intendono quegli organismi di investimento collettivo del risparmio istituiti in Italia o in altri Stati membri dell'Unione europea o in Stati aderenti all'Accordo sullo Spazio economico europeo, che, al termine del periodo d'imposta in corso alla data in cui è effettuato l'investimento agevolato, detengono azioni o quote di start up innovative o PMI innovative ammissibili di valore almeno pari al 70 per cento del valore complessivo delle attività risultanti dal rendiconto di gestione o dal bilancio chiuso nel corso dell'anzidetto periodo di imposta, senza tenere conto, a questi fini, degli investimenti effettuati negli incubatori certificati.

(ii) copia del piano di investimento della start up innovativa o PMI innovativa ammissibile.

L'art 6⁴⁸ del decreto attuativo prevede le cause di decadenza dagli incentivi fiscali, tra le quali si individuano la cessione entro tre anni, anche parziale, a titolo oneroso, delle partecipazioni o quote ricevute in cambio degli investimenti agevolati; il

⁴⁸ Ai sensi dell'art. 6 del decreto attuativo, il diritto alle agevolazioni di cui all'art. 4 del decreto decade se, entro tre anni dalla data in cui rileva l'investimento ai sensi dell'art. 3, si verifica:

a) la cessione, anche parziale, a titolo oneroso, delle partecipazioni o quote ricevute in cambio degli investimenti agevolata, inclusi gli atti a titolo oneroso che importano costituzione o trasferimento di diritti reali di godimento e i conferimenti in società, salvo quanto disposto al (3° co., *lettere a*) e b) del decreto, nonché la cessione di diritti o titoli attraverso cui possono essere acquisite le predette partecipazioni o quote;

b) la riduzione di capitale nonché la ripartizione di riserve o altri fondi costituiti con sovrapprezzi di emissione delle azioni o quote delle startup innovative o delle PMI innovative ammissibili o delle altre società che investono prevalentemente in start up innovative o PMI innovative ammissibili e le cui azioni non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema *multilaterale* di negoziazione;

c) il recesso o l'esclusione degli investitori di cui all'art. 2, 1° co., del decreto;

d) la perdita di uno dei requisiti previsti dall'art. 25, 2° co., d.l.18 ottobre 2012, n. 179, da parte della start up innovativa, secondo quanto risulta dal periodico aggiornamento della sezione del Registro delle imprese del comma 8 dello stesso art. 25;

e) la perdita di uno dei requisiti previsti dall'art. 4, 1° co., d.l.24 gennaio 2015, n. 3, da parte della P.M.I. innovativa ammissibile, secondo quanto risulta dal periodico aggiornamento della sezione del Registro delle imprese di cui al 2° co. dell'art. 4 del decreto.

Nel caso di investimenti effettuati dai soggetti di cui all'art. 2, 1° co. del decreto, per il tramite delle altre società che investono prevalentemente in start up innovative o PMI innovative ammissibili e le cui azioni non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema *multilaterale* di negoziazione, la condizione di cui al comma I deve essere verificata in capo alla stessa società tramite la quale si effettua l'investimento.

Qualora non sia rispettata la condizione di cui al primo periodo, gli investitori devono riceverne notizia entro il *termine* per la presentazione della dichiarazione delle imposte sui redditi relativa al periodo d'imposta in cui si verifica tale causa di decadenza, al fine del rispetto degli adempimenti stabiliti nel successivo comma 4 del decreto.

Non si considerano cause di decadenza dall'agevolazione:

a) i trasferimenti a titolo gratuito o a causa di morte del contribuente, nonché i trasferimenti conseguenti alle operazioni straordinarie di cui ai Capi III e IV del Titolo III del t.u.i.r.; in tali casi, ad eccezione dei trasferimenti a causa di morte, le condizioni previste dal presente decreto devono essere verificate a decorrere dalla data in cui è stato effettuato l'investimento agevolato da parte del dante causa;

b) la perdita dei requisiti previsti dall'art. 25, 2° co. d.l.18 ottobre 2012, n. 179, da parte della start up innovativa dovuta (i) alla scadenza del cinque anno dalla data di costituzione, (ii) o al superamento della soglia di valore della produzione annua pari a euro 5.000.000, (iii) alla quotazione su un sistema *multilaterale* di negoziazione, (iv) o all'acquisizione dei requisiti di PMI innovativa ammissibile, di cui all'art. 4, 1° co., d.l. 24 gennaio 2015, n. 3;

c) la perdita dei requisiti previsti dall'art. 4, 1° co., d.l.24 gennaio 2015, n. 3, da parte della PMI innovativa ammissibile dovuta (i) al superamento delle soglie dimensionali previste dalla raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (2003/361/CE) (ii) o alla quotazione su un mercato regolamentato.

recesso o l'esclusione degli investitori nonché la perdita dei requisiti da parte della startup o PMI innovativa.

Nel caso di investimenti effettuati dai soggetti passivi Irpef e Ires, per il tramite delle altre società che investono prevalentemente in start up innovative o PMI innovative ammissibili e le cui azioni non siano quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione, la condizione di cui al comma 1 (ossia quello appena analizzato) deve essere verificata in capo alla stessa società tramite la quale si effettua l'investimento.

Qualora non sia rispettata tale condizione, gli investitori devono riceverne notizia entro il termine per la presentazione della dichiarazione delle imposte sui redditi relativa al periodo d'imposta in cui si verifica tale causa di decadenza.

Nel periodo d'imposta in cui si verifica la decadenza dall'agevolazione, il soggetto che ha beneficiato dell'incentivo:

a) se soggetto passivo dell'imposta sul reddito delle persone fisiche, deve incrementare l'imposta lorda di tale periodo d'imposta di un ammontare corrispondente alla detrazione effettivamente fruita nei periodi di imposta precedenti, aumentata degli interessi legali. Il relativo versamento deve essere effettuato entro il termine per il versamento a saldo dell'imposta sul reddito delle persone fisiche.

b) se soggetto passivo dell'imposta sul reddito delle società, deve incrementare il reddito imponibile di tale periodo d'imposta dell'importo corrispondente all'ammontare che non ha concorso alla formazione del reddito nei periodi di imposta precedenti. Inoltre, è dovuto l'importo degli interessi legali da determinare

sull'imposta sul reddito delle società non versata per i periodi di imposta precedenti che deve essere corrisposta entro il termine per il versamento a saldo dell'imposta sul reddito delle società.

Il legislatore, con tale disposizione, ha fornito uno strumento agevolativo per quei soggetti che intendono investire in imprese innovative con i relativi ostacoli che ciò comporta. Come è evidente, investire in un'impresa di nuova costituzione o comunque a forte carattere innovativo, comporta maggiori rischi per l'investitore, il quale si ritrova ad investire guidato più da scelte "emotive" che da valutazioni di natura economico-finanziaria. È per tale ragione, quindi, che il legislatore incentiva l'investimento concedendo le agevolazioni fiscali appena analizzate, così agevolando, di conseguenza, anche il reperimento di capitale di rischio da parte delle imprese innovative, nonché l'accesso di queste ai mercati di capitali.

4.5 Incentivi in regime "*de minimis*" all'investimento in startup e PMI innovative

L'art. 29 *bis*, introdotto con d.l. 19 maggio 2020, n. 34, prevede che, in alternativa a quanto previsto dall'articolo 29, dall'imposta lorda sul reddito delle persone fisiche si detrae un importo pari al 50 per cento della somma investita dal contribuente nel capitale sociale di una o più start-up innovative iscritte nella relativa sezione speciale del Registro delle Imprese.

Le agevolazioni sono concesse ai sensi del Regolamento UE n. 1407/2013 della Commissione del 18 dicembre 2013 (Regolamento "*de minimis*") e disciplinate dal

Decreto ministeriale 28 dicembre 2020 – “*Modalità di attuazione degli incentivi fiscali in regime de minimis all'investimento in start-up innovative e in PMI innovative*”.

L'art. 3, comma 1, Decreto attuativo, prevede che, nel caso di investimenti effettuati in startup innovative, l'investimento agevolabile ammonta ad un massimo di 100mila euro per ciascun periodo di imposta. Inoltre, la startup innovativa destinataria dell'investimento non può ottenere aiuti in “*de minimis*” per più di 200mila euro nell'arco di tre esercizi finanziari.

Nel caso di investimento nel capitale sociale di una PMI innovativa, invece, ai sensi del comma successivo, l'investimento agevolabile ammonta ad un massimo di 300mila euro per ciascun periodo di imposta (oltre tale limite, sulla parte eccedente l'investitore può detrarre il 30% in ciascun periodo d'imposta, fino al massimo previsto per impresa beneficiaria dal Regolamento 1407/2013).

Inoltre, la PMI innovativa destinataria dell'investimento non può ottenere aiuti in “*de minimis*” per più di 200mila euro nell'arco di tre esercizi finanziari.

L'agevolazione è condizionata al mantenimento della partecipazione nella startup o PMI e innovativa (*holding period*) per un minimo di tre anni.

5. Gestione della crisi

In caso di insuccesso, le startup innovative possono accedere a procedure più snelle e meno gravose rispetto a quelle ordinarie, il meccanismo del c.d. “*Fail Fast*”. Esse

sono assoggettate in via esclusiva alla procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento e di liquidazione controllata, con l'esonero, in particolare, dalle procedure di liquidazione giudiziale, concordato preventivo e liquidazione coatta amministrativa.

Le startup innovative sono dunque annoverate tra i cd. Soggetti "non fallibili" secondo quanto previsto dall'art. 31, comma 1 del d.l. 179/2012, allo scopo di consentire loro l'accesso alle procedure semplificate, di ridurre i tempi di liquidazione giudiziale.

Il legislatore, in tal modo, ha agevolato il c.d. *fresh-start* dello startupper, prevedendo una disciplina mirata a sostenere il soggetto che, dopo un'esperienza imprenditoriale fallimentare, intenda ripartire con un nuovo progetto ⁴⁹.

Inoltre, con la *ratio* da un lato impedire che lo startupper si veda limitare la possibilità di ripartire e dall'altro per evitare che l'eventuale discredito conseguente all'insolvenza possa coinvolgere la credibilità dell'investitore nei terzi, così da disincentivare la partecipazione al capitale di rischio, il comma 2 dell'art. 31 stabilisce che, decorsi 12 mesi dall'apertura della liquidazione, l'accesso ai dati di fonte camerale relativi ai soci e agli organi sociali della stessa è consentito esclusivamente alle autorità giudiziarie e di vigilanza.

L'art. 2 lett. c) del d. l. 12 gennaio 2019, n. 14 (Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza), nel definire il "sovraindebitamento", specifica che si tratta dello stato di crisi o di insolvenza del consumatore, del professionista, dell'imprenditore minore, dell'imprenditore agricolo, delle start up innovative di cui al d.l. 179/2012,

⁴⁹ CESARE, La crisi delle startup innovative.

convertito, con modificazioni, dalla l. 22/2012, e di ogni altro debitore non assoggettabile alla liquidazione giudiziale ovvero a liquidazione coatta amministrativa o ad altre procedure liquidatorie previste dal codice civile o da leggi speciali per il caso di crisi o insolvenza. Pertanto, le startup innovative, a differenza del passato, nell'attuale Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, sono espressamente menzionate. Tale previsione comporta la non assoggettabilità delle stesse a liquidazione giudiziale (nella terminologia antecedente all'entrata in vigore del Codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza, "fallimento") e ad esse sono dedicati degli strumenti specifici per far fronte alla situazione di crisi. In particolare, l'art. 65, rubricato "Ambito di applicazione delle procedure di composizione delle crisi da sovraindebitamento", prevede che le startup innovative *"possono proporre soluzioni della crisi da sovraindebitamento secondo le norme del presente capo o del titolo V, capo IX"*. I capi a cui fa riferimento l'articolo in esame sono: (i) Capo I-bis: Piano di ristrutturazione soggetto a omologazione; (ii) Titolo V, capo IX: Liquidazione controllata del sovraindebitato.

Infine, al comma 2, l'art. 65 dispone che, per quanto non specificamente previsto, si applicano le disposizioni del titolo III (Strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza), in quanto compatibili.

Ai fini dell'applicazione dell'esenzione dalla liquidazione giudiziale e della conseguente applicazione della disciplina di favore prevista per le startup, è necessaria l'iscrizione dell'impresa presso la sezione speciale del Registro delle imprese. A tal fine ci si è chiesti quale sia la valutazione che deve effettuare il giudice, nello specifico se si tratti di un controllo meramente formale della corretta iscrizione ovvero se si debba effettuare anche un controllo di natura sostanziale

circa la sussistenza dei requisiti richiesti dal legislatore all'art. 25, comma 3 del d.l. 179/2012. L'indirizzo elaborato già in precedenza dalla giurisprudenza di merito ed al quale ha aderito da ultimo la Cass. 4 luglio 2022, n. 21152 del luglio scorso, sul controllo da svolgere ai fini dell'accesso ad una procedura di composizione della crisi da sovraindebitamento occorre prima che sia giudizialmente verificato l'effettivo e concreto possesso dei requisiti che qualificano l'impresa come startup innovativa ai sensi del d.l. 179/2012. Non basta, pertanto, la mera iscrizione della stessa nella sezione speciale del Registro delle imprese in base all'autocertificazione del legale rappresentante, ma sarà necessario anche un controllo di natura sostanziale.

6. Accesso al Fondo di Garanzia per le PMI

Tramite l'art. 30, comma 6 del d.l. 179/2012, le startup innovative possono accedere al Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese, di cui all'articolo 2, comma 100, lettera a), della legge 23 dicembre 1996, n. 662.

Si tratta fondo a capitale pubblico istituito con l'intento di facilitare l'accesso al credito per le piccole e medie imprese attraverso la concessione di garanzie sui prestiti bancari. La garanzia, applicabile sia in via diretta che su operazioni effettuate tramite confidi, copre fino all'80% del credito erogato dalla banca alle startup innovative e agli incubatori certificati, fino a un ammontare massimo di 5 milioni di euro. Le condizioni applicabili al singolo finanziamento vengono stabilite tra beneficiario e banca, il fondo non interviene nella contrattazione, ma, sulla parte

del finanziamento coperta da garanzia pubblica, l'istituto di credito coinvolto non può richiedere garanzie reali, assicurative o bancarie.

L'accesso, per le startup innovative, è un accesso diretto e semplificato, in quanto la garanzia è concessa in maniera automatica⁵⁰, gratuita⁵¹ e prioritaria⁵², secondo modalità semplificate individuate con decreto di natura non regolamentare del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze.

A partire dal 2016 anche le PMI innovative beneficiano di un accesso semplificato, gratuito e diretto al Fondo, ma con talune differenze. In particolare, mentre per startup e incubatori l'accesso al Fondo è automatico – vale a dire, la garanzia è concessa a prescindere dal merito creditizio dell'azienda – per le PMI innovative viene effettuata una valutazione da parte del Fondo, il quale classifica la rischiosità dell'operazione sulla base di 5 fasce di rating. Le PMI innovative classificate nella fascia di merito creditizio basso più non potranno accedere, in nessun caso, al Fondo.

7. Ruolo e funzioni dell'Agenzia ICE

L'art. 30, comma 7 del d.l. 179/2012, prevede che le startup innovative possano usufruire dei servizi messi a disposizione dall'ICE– Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane nonché dal Desk Italia.

⁵⁰ Il Fondo non esegue alcuna valutazione di merito dei dati di bilancio della startup, affidandosi alla due diligence effettuata dall'istituto di credito che ha in carico l'operazione.

⁵¹ Non sono previsti costi per l'accesso al Fondo.

⁵² Le istanze provenienti da startup innovative o incubatori certificati vengono valutate più rapidamente rispetto a quelle ordinarie

L'agenzia è regolamentata dall'art. 14, comma 18, del decreto-legge 6 luglio 2011, n. 98⁵³, convertito, con modificazioni, dalla legge 15 luglio 2011, n. 111, e successive modificazioni, ed è l'organismo attraverso cui il Governo favorisce il consolidamento e lo sviluppo economico-commerciale delle imprese italiane sui mercati esteri. Come si legge dalla Relazione al d.l. 179/2012, *“l'Agenzia ha il compito di sviluppare, agevolare e promuovere i rapporti economici e commerciali italiani con l'estero, con particolare attenzione alle esigenze delle piccole e medie imprese, dei loro consorzi e raggruppamenti. L'Agenzia svolge le attività utili al perseguimento dei compiti ad essa affidati e, in particolare, offre servizi di informazione, assistenza e consulenza alle imprese italiane che operano nel commercio internazionale e promuove la cooperazione nei settori industriale, agricolo e agro-alimentare, della distribuzione e del terziario, al fine di incrementare la presenza delle imprese italiane sui mercati internazionali. Nello svolgimento delle proprie attività, l'Agenzia opera in stretto raccordo con le regioni, le camere di commercio, industria, artigianato e agricoltura, le organizzazioni imprenditoriali e gli altri soggetti pubblici e privati interessati, ai sensi di linee guida e di indirizzo strategico in materia di promozione ed internazionalizzazione delle imprese che verranno assunte da una Cabina di regia istituzionale”*.

Il supporto fornito alle startup si sostanzia in assistenza in materia normativa, societaria, fiscale, immobiliare, contrattualistica e creditizia. Inoltre, essendo

⁵³ È istituita l'Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane, denominata "ICE - Agenzia per la promozione all'estero e l'internazionalizzazione delle imprese italiane", ente dotato di personalità giuridica di diritto pubblico, sottoposta ai poteri di indirizzo e vigilanza del Ministero degli affari esteri e della cooperazione internazionale, che li esercita, per le materie di rispettiva competenza, di concerto con il Ministero dello sviluppo economico e sentito il Ministero dell'economia e delle finanze.

deputata alla promozione all'estero e l'internazionalizzazione, la stessa è tenuta ad individuare fiere e manifestazioni internazionali per permettere alle startup di parteciparvi. Agisce, inoltre, quale soggetto incaricato di promuovere l'attrazione degli investimenti esteri in Italia per cui favorisce l'incontro tra startup e investitori potenziali sia nella fase di *early stage capital* sia per la fase di espansione.

Il Desk Italia – Sportello unico attrazione investimenti esteri, è stato istituito, invece, dall'art. 35 del d.l. 179/2012 all'interno del Ministero dello sviluppo economico. Esso opera quale soggetto pubblico di coordinamento territoriale per gli investimenti reali che eventuali investitori esteri vogliono effettuare nel territorio nazionale⁵⁴.

⁵⁴ Scheda di lettura del d.l.n. 179/2012

CAPITOLO TERZO

STRUMENTI E MERCATI FINANZIARI DEDICATI ALLE PMI E

STARTUP INNOVATIVE.

PARTE I – STRUMENTI FINANZIARI.

SOMMARIO: *1. Inquadramento generale. 2. Capitale di rischio. 2.1 Quote di capitale nelle s.r.l. 2.2 La nuova disciplina dell'art. 100 ter del TUF. 3. Capitale di debito: inquadramento generale. 3.1 Capitale di debito nelle s.p.a. 3.2. Capitale di debito nelle s.r.l. 3.3 Capitale di debito: breve focus sulle differenze tra s.p.a. e s.r.l. 3.4 Minibond. 4. Strumenti finanziari partecipativi.*

1. Premessa

Il finanziamento, per le imprese innovative, costituisce un momento fondamentale che il legislatore ha monitorato e regolamentato nel tentativo di renderlo quanto più accessibile possibile. Nel nostro sistema economico-finanziario, il principale canale di finanziamento è costituito dal credito bancario, con i relativi maggiori oneri e difficoltà di accesso che ne discendono. La *ratio* di esistenza degli strumenti finanziari e dei mercati di capitali è quella di costituire un canale di finanziamento alternativo e parallelo al credito bancario, così da poter ridurre i costi di intermediazione nonché tentare di dar vita ad un sistema efficiente che costituisca un circolo virtuoso per l'economia del Paese. L'apertura dei mercati finanziari anche alle società di dimensioni più ridotte era, da parte del legislatore, già in qualche modo chiara con la riforma del diritto societario del 2003, con riferimento,

in particolare, alle s.r.l, eliminando il divieto di emissione di titoli di debito. Inoltre, la possibilità, per le PMI di offrire al pubblico prodotti finanziari, anche attraverso i portali online per la raccolta di capitali, nonché la possibilità di prevedere nell’atto costitutivo, l’emissione di strumenti finanziari dotati di particolari diritti, sono l’emblema di un processo di innovazione guidato dalla volontà di “avvicinamento” delle piccole e medie imprese al mercato finanziario⁵⁵. Il legislatore del 2012 che, come noto, interveniva con l’obiettivo di sostenere l’economia puntando sull’imprenditoria innovativa, ha introdotto già con il d.l. 179/2012 una disciplina maggiormente flessibile – in relazione alla struttura finanziaria – e agevolativa. Ha così tentato di rendere più ospitali e appetibili le imprese innovative di recente costituzione, al fine di farle crescere anche attraverso il reperimento di risorse all’esterno⁵⁶. Tale processo ha avuto avvio con una apertura prima riservata alle sole startup innovative, per poi essere esteso nel 2015 anche alle PMI innovative ed infine, con l’art. 57 del d.l. n. 50/2017 a tutte le PMI s.r.l., mediante l’estensione delle disposizioni di cui ai commi 2, 5 e 6 dell’art. 26 del d.l. n. 179/2012. A tutte le PMI costituite nella forma di società a responsabilità limitata sono offerte tre nuove opportunità: (i) la società può creare categorie di quote fornite di diritti diversi, determinandone il contenuto anche in deroga a quanto previsto dall’art. 2468, 2° e 3° comma, c.c.; (ii) può offrirle al pubblico anche attraverso i portali di cui alla disciplina del *crowdfunding*; (iii) può effettuare operazioni sulle proprie quote, in deroga al disposto dell’art. 2474, c.c., quando l’operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l’assegnazione di quote di

⁵⁵ Così MONTALENTI P., Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?, a cura di MONTALENTI P. e NOTARI M., *Milano*, Giuffrè, 2020, 68 ss.

⁵⁶ FREGONARA E., Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte, 220.

partecipazione a dipendenti, collaboratori, amministratori, prestatori d'opera e servizi.

Anche a seguito della recente crisi pandemica, è apparso necessario offrire un supporto alle PMI, le quali formano la maggior parte del tessuto imprenditoriale del Paese e, in ragione della loro ridotta dimensione, sono tra i soggetti più colpiti e più esposti a crisi di liquidità. Possono ricordarsi, in tal senso, le misure contenute nel Decreto “Cura Italia” e nel Decreto “Liquidità” che, tra l'altro, rendono più agevole l'accesso al Fondo Centrale di Garanzia per le PMI e offrono agevolazioni fiscali per le operazioni di cessione di crediti pecuniari. Si aggiungano, inoltre, le varie forme di sostegno finanziario previste a favore delle PMI, come ad esempio il sostegno garantito da SACE s.p.a., nonché le misure previste dal “Decreto Rilancio” volte a concedere aiuti pubblici anche sotto forma di contributi a fondo perduto.⁵⁷

La crisi provocata dal Covid-19, a ben vedere, ha avuto un impatto su un contesto operativo già difficile, nel quale le PMI hanno dovuto fronteggiare, con fatica, le problematiche connesse alla gestione finanziaria delle loro attività e di reperimento di nuove fonti di finanziamento. Spesso, in precedenza, le PMI si sono viste negate la concessione di finanziamenti bancari, a causa di una regolamentazione troppo rigida e garantista nei confronti delle banche stesse.

Specialmente dopo la crisi del 2008, anche le Istituzioni comunitarie hanno ritenuto essenziale promuovere lo sviluppo di un'Unione Bancaria (*Banking Union*) e, per quel che riguarda specificamente le PMI, di una Unione dei Mercati dei Capitali

⁵⁷ Cfr. il d.l. 19 maggio 2020, n. 34, pubblicato sul suppl. ord., n. 21/L, alla Gazzetta Ufficiale, n. 128, del 19 maggio 2020.

(*Capital Markets Union*). Nell'ambito di tali iniziative, si è cercato di creare un ambiente *concorrenzialmente* funzionale e condizioni paritariamente ottimali per le imprese dei diversi Stati Membri, con un crescente e specifico focus alle PMI.⁵⁸ La CMU, con riferimento alle PMI, mira a: 1) dotare le PMI di nuove fonti di finanziamento a costi inferiori; 2) rafforzare gli investimenti transfrontalieri e attrarre un numero maggiore di investitori esteri nell'Unione; 3) rendere l'accesso ai *Capital Markets* adeguato, vantaggioso e proficuo anche per attori di dimensioni ridotte.

Appare, quindi, che la finanza alternativa costituisca, nello scenario attuale, una soluzione efficace per ampliare e diversificare le opportunità disponibili per le piccole e medie imprese europee al fine di trovare il giusto equilibrio tra le varie fonti di finanziamento a disposizione.⁵⁹

L'apertura delle PMI al mercato dei capitali pare, così come delineata, utile ad ampliare la platea dei potenziali investitori – anche diversi dagli investitori *retail* – favorendo l'ingresso anche ad investitori istituzionali, nonché di operatori di Venture Capital o Private Equity (soggetti per i quali l'accesso al mercato è particolarmente importante).

Le disposizioni oggi applicabili alle PMI s.r.l., nascendo come regole dedicate alle startup innovative, erano in origine legate a modalità di offerta che richiedevano la sottoscrizione intermediata da operatori professionali e postulavano l'assenza di un

⁵⁸ Cfr. ROSSI, L'Unione bancaria nel processo di integrazione europea, *intervento al convegno "Unione bancaria europea e rapporto banca-impresa"*, CUOA Business School, Altavilla Vicentina, 7 aprile 2016.

⁵⁹ Cfr. PANETTA-SIGNORETTI, "Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria", *Questioni di economia e finanza*, n. 63, Banca d'Italia, aprile 2014.

mercato secondario. Tale contesto era dovuto principalmente all'intensità dei rischi della partecipazione nell'impresa e all'illiquidità dell'investimento. La creazione di mercati dedicati in attuazione della Direttiva UE 65/2014 (c.d. Direttiva MiFID II), definiti "mercati di crescita" e regolati in funzione delle specifiche esigenze della piccola e media impresa, nonché l'emanazione del nuovo Regolamento UE sul Prospetto (Reg. UE 1129/2017) che dedica l'art. 15 al "Prospetto UE della Crescita", abbinati alle estensioni normative interne in favore di tutte le PMI s.r.l., stanno portando ad una prospettiva del tutto nuova che vede il ricorso al mercato dei capitali una modalità ordinaria di finanziamento per le PMI, favorendo un contesto normativo volto alla creazione di sistemi di negoziazione dedicati e creati "su misura"⁶⁰.

2. Capitale di rischio.

Il capitale di rischio rappresenta una partecipazione nel progetto imprenditoriale che implica l'esposizione al rischio d'impresa. A differenza del capitale di debito – caratterizzato da un obbligo di rimborso – la remunerazione del capitale di rischio dipende dall'andamento dell'impresa e dal relativo risultato di gestione. È anche per tale ragione che, nel caso di insuccesso dell'attività imprenditoriale e di conseguente liquidazione, gli ultimi a venire remunerati, solo attraverso le eventuali eccedenze, sono proprio i soci.

⁶⁰ SERENELLA, S.r.l.-PMI: disciplina del capitale e tipologia delle società, in Riv. Soc., Fasc. 3 – 2019, 527 e ss.

La partecipazione al capitale di rischio si sostanzia, nelle s.p.a. attraverso la sottoscrizione di azioni, mentre per le s.r.l. attraverso la sottoscrizione di quote di capitale. La disciplina dettata dal codice per le due forme societarie risultava nettamente diversa ed era forse proprio questa differenza a contraddistinguere le due società di capitali. Per la prima, infatti, le quote rappresentative del capitale (ossia le azioni) erano caratterizzate per la standardizzazione e la facilità di circolazione delle stesse.

Il legislatore del 2003, nell'apportare modifiche al diritto societario, interveniva configurando la s.r.l. come una società chiusa. È nel 2012 che, con il d.l. 179/2012, inizia un processo di apertura delle stesse che si è (presumibilmente) concluso.

Senza ripercorrere nuovamente nel dettaglio le riforme di carattere societario, in tale sede si ribadiscono i passaggi salienti. Il primo è stato, come detto, il 2012, anno in cui il legislatore ha concesso, alle startup costituite in forma di s.r.l. (i) la possibilità di creare di categorie di quote; (ii) tali quote possono formare oggetto di offerta al pubblico anche tramite portale online; (iii) deroga al divieto di operazioni su azioni proprie. Tali previsioni sono state estese, nel tempo, fino a giungere a tempi recentissimi (marzo 2023) in cui è stato modificato l'art. 100 ter del TUF che, al comma 1 bis prevede che «in deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile, le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503». Si sottolinea come, a prescindere dall'estensione a tutte le s.r.l., la disposizione previgente, che prevedeva tale possibilità per s.r.l. che rispettavano i limiti dimensionali delle PMI, poteva considerarsi come riferibile alle s.r.l. in

generale, tenuto conto che le PMI s.r.l. rappresentano il 98% del totale delle società a responsabilità limitata⁶¹.

2.1 Quote di capitale nelle s.r.l.

Il divieto di sollecitazione diretta e indistinta del pubblico risparmio per investimenti in capitale di rischio di società a responsabilità limitata, che dapprima era escluso solo per le startup innovative in forza dell'art. del D.L. 179/2012 e successivamente per tutte le PMI s.r.l., è stato definitivamente superato dal D.Lgs. 10 marzo 2023, n. 30.

Si tratta di un'innovazione del sistema alquanto rilevante poiché stravolge il tradizionale assetto della s.r.l. che così perde il suo tratto più marcatamente caratterizzante che tradizionalmente la distingueva anche nell'ambito dei modelli capitalistici, così avvicinandosi ancor di più al modello azionario⁶².

Il breve *excursus* normativo appena descritto rende evidente come l'apertura alla possibilità, per le PMI costituite in forma di s.r.l., di ricorrere al capitale di *equity* (a differenza del capitale di debito), sia passata attraverso notevoli riforme del diritto societario⁶³. Anche tali riforme hanno modificato (e snaturato, azzarderei) la forma societaria delle s.r.l. con l'obiettivo (o comunque il risultato) di renderle

⁶¹ SESTITO, La BCE e le autorità di vigilanza nazionali: cooperazione e sfide comuni, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, (a cura di) MONTALENTI P. e NOTARI M., *Milano*, Giuffrè, 2020 43-57.

⁶² SERENELLA, S.r.l.-PMI: disciplina del capitale e tipologia delle società, in *Riv. Soc.*, Fasc. 3 – 2019, 532

⁶³ PEDERZINI DE GOTTARDO, INCENTIVI e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali, *Giur. Comm*, 2022

simili al modello azionario. La s.r.l. non risulta più un modello basato sul carattere “personalistico” della partecipazione sociale, bensì un modello in cui tale partecipazione è, similmente al modello azionario, standard ed omogenea, basata su criteri astratto matematici⁶⁴. Le quote di PMI s.r.l., sempre al pari del modello azionario, possono essere senza diritto di voto, con voto non proporzionale alla partecipazione del socio al capitale sociale, con voto limitato o condizionato.

Le notevoli modifiche apportate sul piano societario, influiscono (e non poco) sul piano finanziario dell’impresa. Il legislatore ha inteso aprire la strada, per tutte le s.r.l., al reperimento di capitale proprio, favorendo la circolazione delle quote avendo come modello quello azionario basato sulla circolazione dematerializzata delle azioni.

2.2 La nuova disciplina dell’art. 100 ter del TUF

Come già più volte menzionato, le quote di capitale di s.r.l., a seguito delle varie riforme intercorse, possono essere offerte al pubblico, anche in deroga all’art. 2468 c.c. e possono circolare anche in deroga a quanto previsto dagli artt. 2470 c.c. e dall’art. 36, comma 1- bis, d.l. 112/2008.

Secondo quanto previsto dal comma 1 dell’art. 100 ter del TUF, le quote di s.r.l. possono formare oggetto di offerta di prodotti finanziari, anche tramite portali online. Come noto, l’art 1, comma 1 lett t) del TUF, definisce l’offerta al pubblico

⁶⁴ RICCOBELLI, Capitale di rischio delle s.r.l.: piccole e medie imprese, 2023

di prodotti finanziari come *«ogni comunicazione rivolta a persone, in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo, che presenti sufficienti informazioni sulle condizioni dell'offerta e dei prodotti finanziari offerti così da mettere un investitore in grado di decidere di acquistare o di sottoscrivere tali prodotti finanziari, incluso il collocamento tramite soggetti abilitati»*.

Ora bisogna stabilire da un lato come possono essere offerte le quote di PMI e startup innovative costituite in forma di s.r.l. e da altro lato come possono circolare in seguito alla sottoscrizione.

Risulta fondamentale la lettura dell'art. 100 ter che, così come da ultimo modificato prevede due deroghe alla disciplina codicistica. Al comma 1 prevede la possibilità di offrire quote di s.r.l. anche in deroga all'art. 2468 c.c. e da altro lato, al comma 2, prevede la possibilità che tali quote possano circolare anche in deroga alla disciplina di cui all'art. 2470 c.c.

Da ciò se ne deduce, con certezza, che le quote di s.r.l. possono: (i) essere offerte mediante portali online; (ii) circolare secondo il regime ordinario di cui all'art. 2470 c.c. (atto con sottoscrizione autenticata dal notaio) e dall'art. 36, comma 1-bis, D.L. 112/2008 (atto sottoscritto con firma digitale e iscritto nel registro delle imprese attraverso l'intervento di intermediari); (iii) circolare secondo quanto previsto dall'art 100 ter, commi 2 bis – 2 quater.

Rimane il dubbio circa la possibilità di offrire le quote di s.r.l. secondo la disciplina dettata dalla Parte IV Titolo II del TUF, ossia l'offerta "ordinaria" che prevede la predisposizione di un prospetto, il quale deve essere previamente approvato dalla Consob, salvo i casi in cui la legge prevede delle esenzioni (nello specifico, art. 34-

ter Regolamento Emittenti). La formulazione del primo comma dell'art. 100 ter del TUF, infatti, stabilisce che le quote di s.r.l. possono essere offerte *anche* tramite portali online, potendo questo “anche” aprire la strada verso la possibilità di interpretare la disposizione nel senso che le s.r.l. possono offrire quote di s.r.l. tramite offerta “ordinaria”. Ad aumentare il dubbio è la difficoltà di configurare le quote di s.r.l. come valori mobiliari e, pertanto, rientranti tra gli strumenti finanziari che possono essere oggetto di offerta al pubblico, anche in considerazione della loro ridotta negoziabilità. Rimarrebbe ferma la possibilità, in casi particolari, di considerare le quote di s.r.l. come prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari⁶⁵, per i quali il la suddetta Parte del TUF prevede l'applicabilità delle medesime norme di trasparenza.

Pur essendovi parte della dottrina che considera le quote di s.r.l. come rientranti nella nozione di valori mobiliari⁶⁶, la dottrina prevalente esclude che l'art. 100 ter possa essere interpretato in questa direzione, riferendosi piuttosto alla sola offerta tramite portali online⁶⁷, così come si deduce anche dalla rubricazione dell'articolo medesimo. Pertanto, appare prevalente una interpretazione secondo la quale l'unica modalità di offerta al pubblico di quote di s.r.l. sarebbe quella agevolata, ma allo stesso tempo quantitativamente limitata, tramite portali online.

⁶⁵ Ai sensi dell'art. 1, co 1, lett u) del TUF, per “prodotti finanziari” si intendono «*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria; non costituiscono prodotti finanziari i depositi bancari o postali non rappresentati da strumenti finanziari*».

⁶⁶ In questo senso vedi POLICARO, La raccolta di capitale “sul mercato”: *equity crowdfunding* e s.r.l. aperte, in *Diritto ed Economia dell'Impresa*, Giappichelli, Fasc. 5 – 2020. 774 e CUSA, Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari, in *Rivista delle società*, Anno LXIII Fasc. 4 – 2019;

⁶⁷ ABRIANI, Quote, categorie di quote e strumenti finanziari delle s.r.l. pmi: possibilità di razionalizzazione del sistema?, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?*, ?, a cura di MONTALENTI P. e NOTARI M., *Milano*, Giuffrè, 2020, 80 e ss.

Con particolare riferimento alle modalità di circolazione, quella regolata dall'art. 100 ter commi 2 bis – 2 quater è una modalità alternativa di circolazione delle quote di s.r.l. in cui è fondamentale il ruolo dell'intermediario, a differenza delle modalità dettate dall'art. 2470 c.c. e dall'art. 36, comma 1-bis, D.L. 112/2008 in cui è invece fondamentale il ruolo del notaio. Il nuovo comma 2 stabilisce, nello specifico, che per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di società a responsabilità limitata la sottoscrizione possa essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-bis), ed e) nei termini previsti nelle lettere successive.

Secondo tale modalità, l'intermediario dovrà iscriversi presso il registro delle imprese, effettuando poi negoziazioni per conto proprio e sottoscrizioni/acquisti (in nome proprio, ma per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti). L'alienazione della stessa avviene mediante annotazioni presso registri tenuti dall'intermediario medesimo, così andando a creare una sorta di “*crowdfunding* virtuale” basato sul mandato⁶⁸. Questo ha posto particolari critiche in dottrina, reputando tale sistema come un ostacolo all'informazione della compagine societaria e al relativo esercizio dei poteri e delle prerogative dei soci. Altra questione che si è posta riguarda la natura di tale modalità di circolazione e nello specifico se essa possa essere ricondotta alla gestione accentrata di strumenti finanziari dematerializzati ex artt. 83 e ss. TUF. Pare che parte della dottrina, in virtù delle annotazioni solo sul registro dell'intermediario senza una corrispettiva annotazione nel registro delle imprese conduca all'assimilazione della gestione accentrata, mentre altra dottrina la

⁶⁸ RICCOBELLI, Capitale di rischio delle s.r.l.: piccole e medie imprese, Diritto.it, 2023, 9

ricollega, piuttosto al modello statunitense di gestione delle azioni depositate in custodia e amministrazione presso intermediari, più vicino a una forma di «intestazione fiduciaria»⁶⁹.

3. Capitale di debito: inquadramento generale

I titoli di debito sono strumenti finalizzati al reperimento di capitale che si caratterizzano per l'obbligo di rimborso da parte dell'emittente di quanto ricevuto, a differenza degli strumenti preordinati ad acquisire capitale di rischio che sono invece correlati agli utili conseguiti dall'impresa – al termine d'esercizio o in fase di liquidazione. La differenza sostanziale risiede, pertanto, nella circostanza che, mentre per chi investe in capitale di rischio, il recupero dell'apporto si avrà solo in assenza di perdite, per chi investe in capitale di debito, tale recupero si avrà a prescindere dal conseguimento di utili⁷⁰.

Prima della riforma del 2003, vi era una netta differenza tra le s.p.a. e le s.r.l. per il reperimento di capitale di debito. Mentre per le prime era già prevista la possibilità di emettere obbligazioni, per le seconde tale canale di finanziamento era precluso, potendo le s.r.l. reperire capitale solo attraverso il credito bancario o l'apporto dei

⁶⁹ Così DE LUCA N., *Crowdfunding e quote "dematerializzate" di S.r.l.? Prime considerazioni*, in *Le nuove leggi civili commentate*, I, 2016, 2-9, 3. Cfr. altresì O. CAGNASSO, *Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento*, in *Giur. it.*, 2016, il quale giustamente osserva come questo articolato sistema di gestione del trasferimento delle partecipazioni sociali sia «apparentemente dematerializzato» (cit., p. 2297) proprio a causa della figura dell'*intermediario*

⁷⁰ MINNECI, *la raccolta "alternativa" di capitale di debito da parte delle PMI*, in *La società a responsabilità limitata : un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi: studi in onore di CAGNASSO*, Torino, Giappichelli, 2020, 250 - Permalink: <http://digital.casalini.it/9788892185050>

soci. Tale distinzione era dovuta, principalmente, alla diversa concezione che si aveva della società a responsabilità limitata, che era vista come una forma societaria a metà strada tra una società per azioni e una società di persone, ossia un'impresa di piccole dimensioni caratterizzata dall'elemento personalistico della partecipazione dei soci⁷¹.

La riforma del 2003 ha aperto la strada dei canali di finanziamento alternativi anche per le s.r.l.⁷², prevedendo, con l'introduzione dell'art. 2483 c.c., la possibilità, anche per tale modello societario, di rivolgersi al mercato di capitali emettendo titoli di debito. In tale contesto, il tema del finanziamento delle s.r.l. e dell'accesso al mercato di capitali era, tuttavia, ancora in secondo piano, essendosi il legislatore limitato a consentire l'emissione di titoli di debito da sottoscrivere in forma necessariamente intermediata e senza appello diretto al pubblico risparmio⁷³. Successivamente, il legislatore del 2012 è intervenuto in maniera più incisiva, aprendo ancor di più la strada verso canali di finanziamento alternativi, da un lato introducendo i c.d. *minibond*, da altro lato modificando la disciplina prevista per le cambiali finanziarie e le obbligazioni subordinate e partecipative. Ulteriore incisiva novità è stata l'introduzione del segmento obbligazionario *ExtraMot PRO*, dedicato specificamente ai *minibond*.

Alla luce della citata evoluzione normativa che ha interessato le PMI costituite in forma di s.r.l., si evince come, anche in tale ambito, il legislatore abbia tentato di

⁷¹ MESSINA P. e ROSSANO D., Il collocamento di titoli di debito di S.r.l.: profili causali e limiti operativi

⁷² PREITE, *Crowdfunding*, obbligazioni, titoli di debito e strumenti finanziari partecipativi, Fascicolo 3 – 2022, 1

⁷³ SERENELLA, S.r.l.-PMI: disciplina del capitale e tipologia delle società, in Riv. Soc., Fasc. 3 – 2019, 531

trapiantare istituti e strumenti tipici del modello azionario nella disciplina delle società a responsabilità limitata⁷⁴.

3.1 Capitale di debito nelle s.p.a.

Con riferimento al modello azionario, pur essendo già prevista la possibilità di emettere strumenti di debito, erano tuttavia posti dei limiti stringenti che il legislatore ha nel tempo mitigato sempre nell'ottica di incentivare l'accesso al mercato. L'art. 2412 c.c., nello specifico, prevedeva che la società non poteva emettere obbligazioni per una somma eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Inoltre, il secondo comma permetteva il superamento di tale limite qualora le obbligazioni eccedenti il limite venissero sottoscritte da investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale; il terzo comma consentiva il superamento del limite qualora le obbligazioni fossero garantite da ipoteca di primo grado su immobili di proprietà della società; infine, il quinto comma, permetteva il superamento del limite di cui al primo comma, per le società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati. La *ratio* comune di tali deroghe è da ricercare nella garanzia fornita, in un caso dalla natura del soggetto che sottoscrive le obbligazioni, in altro caso dalla garanzia reale rappresentata dall'ipoteca di primo grado e da ultimo dai

⁷⁴ CIAN, "Società start up innovative e PMI innovative", Giur. comm., 2015, I, 969.

mercati regolamentati stessi, che assicurano un livello di controllo e di vigilanza sugli strumenti in esso negoziati e sulle società che vi accedono.

La nuova formulazione del quinto comma ha ampliato i casi in cui può essere superato il limite di cui *supra*, potendo oggi essere superato anche qualora si tratti di obbligazioni (i) destinate ad essere quotate in mercati regolamentati; (ii) destinate ad essere quotate in sistemi multilaterali di negoziazione; (iii) che danno il diritto di acquisire ovvero di sottoscrivere azioni. Alla luce di tale modifica risulta, pertanto, incentivata la possibilità di emettere obbligazioni per le s.p.a., in particolare per le PMI s.p.a., alla luce anche degli incentivi sia fiscali, sia civilistici, concessi per favorire la sottoscrizione di obbligazioni e *Minibond* da parte di determinate categorie di investitori professionali.

3.2 Capitale di debito nelle s.r.l.

I titoli di debito che possono emettere le s.r.l. sono titoli che incorporano un debito della società emessi in funzione della provvista di capitale di credito⁷⁵. L'art. 2483 rubricato "*Emissione di titoli di debito*". detta la disciplina per l'emissione degli stessi stabilendo una serie di presupposti quali (i) la previsione statutaria; (ii) la scelta dell'organo sociale — soci ovvero amministratori — a ciò competente; (iii) gli eventuali limiti, le modalità e le maggioranze necessarie per l'adozione della

⁷⁵ LUONI, *Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, 417

decisione di emissione; (iv) il taglio minimo di emissione del singolo titolo che è pari ad euro 50.000,00⁷⁶.

In primis, è necessaria, appunto, una specifica previsione contenuta nell'atto costitutivo della società, non essendo, la possibilità di emetterli, un elemento naturale delle s.r.l.⁷⁷. I soci dovranno, pertanto, effettuare una valutazione circa l'inserimento nell'atto costitutivo della possibilità di emettere titoli di debito, la quale rappresenta una sorta di "emancipazione finanziaria" della società, ed è strettamente collegata al modello di *business* che si vuole adottare⁷⁸.

La competenza per l'emissione, poi, spetta ai soci o agli amministratori, secondo quanto previsto dall'atto costitutivo. I soci potranno pertanto decidere di mantenere tale competenza, ovvero di optare per trasferirla in capo agli amministratori. In assenza di una specifica previsione, essa rimane in capo ai soci di *default*⁷⁹. Qualora la competenza sia in capo ai soci, il generico rimando permette agli stessi di deliberare nel rispetto del principio della collegialità piena nonché tramite consultazione scritta o sulla base del consenso espresso per iscritto. Qualora, invece, sia in capo agli amministratori, gli stessi potranno usufruire dei vari modelli di assunzioni delle decisioni gestorie offerti dal codice civile⁸⁰. Nell'ambito delle

⁷⁶ Ai sensi dell'art. 5 della Delibera CICR del 19/07/2005 che, tuttavia, risulta disatteso dalla prassi prevalente. Cfr. DONATIVI V. che reputa l'assoggettamento dei titoli ex art. 2438 al menzionato art. 5 basato sul "(discutibile) rilievo secondo cui l'offerta degli stessi – ancorché limitata ex lege solo a soggetti determinati (investitori professionali e vigilati) – integrerebbe pur sempre una forma di raccolta di risparmio presso il pubblico". Trattato delle Società – Tomo III, 2022, 825.

⁷⁷ ZANARDONE, Della società a responsabilità limitata, in commento Schlesinger, *Milano*, 2010, 1784

⁷⁸ CAGNASSO, La società a responsabilità limitata, 2014, 353.

⁷⁹ CAGNASSO, La società a responsabilità limitata, 2014, 356, il quale sostiene che, tenuto conto che l'emissione dei titoli è consentita solo in presenza di una precisa scelta dei soci, risulta coerente affidare loro, in mancanza di una diversa volontà degli stessi, il compito di avvalersi in concreto dell'operazione.

⁸⁰ FREGONARA, I titoli di debito, in *Start up e PMI innovative*, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 782

imprese innovative, la flessibilità nonché le caratteristiche di tali imprese portano a ritenere che sia più adeguata una previsione che attribuisca tale potere decisorio agli amministratori (collegialmente o all'unanimità), al fine di garantire un elevato livello di condivisione della (importante) scelta dell'operazione di finanziamento tra coloro che si occupano del *business*⁸¹.

Ci si chiede quale sia la disciplina nel caso di costituzione online di startup innovativa s.r.l., per le quali il legislatore ha previsto uno statuto standard. In tal caso, l'art. 7 prevede che le startup possono emettere titoli di debito nominativi *«con decisione dell'organo amministrativo adottata con il voto favorevole della maggioranza assoluta dei suoi componenti, con decisione dell'assemblea dei soci adottata con il voto favorevole di una maggioranza degli stessi che rappresentano almeno la metà del capitale sociale»*.

Da tale previsione si evince, in primo luogo, che anche in tal caso le startup possono emettere titoli di debito. La clausola in questione è opzionale, quindi, come per le startup non costituite online, i soci potranno optare per inserire o meno la possibilità di emettere titoli di debito. Inoltre, sia che si tratti di decisione attribuita ai soci, sia che si tratti di decisione attribuita agli amministratori, essa dovrà essere presa a collegialità piena (non potendosi optare, come visto per la fattispecie analizzata in precedenza, per modelli alternativi di adozione della delibera), principio tipico delle s.p.a.

Un dubbio permane riguardo la spettanza di tale potere. In particolare, l'articolo non inserisce una congiunzione, né copulativa né avversativa, tra la decisione degli

⁸¹ FREGONARA, I titoli di debito, in Start up e PMI innovative, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 782

amministratori e quella dei soci, per cui ci si chiede se l'adozione da parte di un organo precluda l'adozione da parte di altro organo. In particolare, non si capisce se siano tra di loro alternative o meno. La dottrina ritiene che il mancato inserimento sia voluto, al fine di lasciare aperta la possibilità per gli operatori di selezionare entrambe le modalità⁸².

Ulteriore peculiarità dei titoli di debito, che discende, anch'essa, dalla disciplina dell'art. 2483 c.c., riguarda chi può sottoscriverli. Il comma 2 stabilisce che i primi sottoscrittori devono essere investitori professionali sottoposti a vigilanza prudenziale⁸³. Si tratta di soggetti qualificati e consapevoli che garantiscono per la società⁸⁴, essendo previsto che in caso di insolvenza della stessa, saranno tali soggetti qualificati a rispondere nei confronti dei successivi sottoscrittori. La limitazione del numero dei soggetti (qualificati e sottoposti a vigilanza prudenziale) riguarda solo la fase di sottoscrizione, non anche quella di successiva circolazione. È previsto, infatti, che i sottoscrittori potranno poi cedere i titoli di debito a investitori professionali, a investitori *retail* o ai soci stessi della società. Solo nel secondo caso i sottoscrittori risponderanno per la solvenza dell'emittente. In dottrina è discussa la delimitazione di tale garanzia, nello specifico se i prenditori successivi al primo si affiancano a quest'ultimo nel garantire per la solvenza, ovvero se garantisca solo il primo sottoscrittore a prescindere dalla successiva

⁸² FREGONARA, I titoli di debito, in Start up e PMI innovative, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 7844

⁸³ Si tratta di banche, società di investimento mobiliare, SGR, SICAV, imprese di assicurazione, fondazioni bancarie, fondi pensione e, in genere, tutti gli enti sottoposti a vigilanza prudenziale in qualità di intermediari finanziari.

⁸⁴ FREGONARA, I titoli di debito, in Start up e PMI innovative, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 782 e ss.

catena che viene a crearsi⁸⁵. La seconda soluzione è quella che pare preferibile per la duplice constatazione da un lato che la garanzia del primo sottoscrittore che, si badi, è un soggetto sottoposto a vigilanza prudenziale, risulta sufficiente a garantire circa il rimborso del titolo e, da altro lato, l'eventuale affrancamento di ulteriori garanti (oltre che risultare superfluo) costituirebbe *“un colpo letale alla fattibilità complessiva della operazione di emissione (rendendo ancora più arduo per il sottoscrittore il successivo smobilizzo dell'investimento)”*⁸⁶.

Si pone un ulteriore problema riguardo tale limitazione e la relativa garanzia. Infatti, se il legislatore intendeva affrancare la s.r.l. dall'intermediazione bancaria e ha poi vincolato la possibilità di sottoscrivere i titoli di debito solo a intermediari qualificati – che, perlopiù, sono proprio le banche – e ha, inoltre, imposto a queste di prestarne garanzia, la necessità di ricorso al credito bancario risulta essere *«cacciata dalla porta e rientrare dalla finestra»*⁸⁷.

I titoli di debito sono documenti normalmente destinati alla circolazione secondo i principi cartolari⁸⁸, che attestano l'obbligo dell'emittente di rimborsare una somma di denaro. La garanzia dei sottoscrittori nei confronti dei sottoscrittori “successivi” dipende, come visto, dalla natura di questi ultimi, dovendo distinguere tra gli investitori professionali, gli stessi soci della società ed investitori *retail*. Solo per

⁸⁵ Per un esame approfondito della questione, v. TOMMASINI D., La garanzia per la solvenza nel trasferimento dei titoli di debito della società a responsabilità limitata, in Riv. dir. civ., 2007, I, 209 ss.; DALMARTELLO A., Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata, 145 ss.

⁸⁶ DONATIVI V., Il Trattato delle Società – Tomo III, 2022 831 ss.

⁸⁷ SANTORO, Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione di titoli di debito, in Dir. Banc. Mercati fin., 2004, 508

⁸⁸ FREGONARA, I titoli di debito, in Start up e PMI innovative, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 787

questi ultimi vi sarà una garanzia da parte degli investitori professionali, i quali si sostituiscono all'emittente in relazione agli obblighi informativi e alla solvenza.

3.3 Capitale di debito: breve *focus* sulle differenze tra obbligazioni e titoli di debito

Sia i titoli di debito ex art. 2483 c.c. sia le obbligazioni ex art 2410 c.c. e seguenti, sono strumenti finalizzati al reperimento di capitale di debito, che rispondono alla medesima *ratio* e alle medesime esigenze. Essi presentano, tuttavia, talune differenze su cui è necessario soffermarsi brevemente. Le obbligazioni, infatti, sono preordinate alla raccolta di capitale tra il pubblico, mentre i titoli di debito possono essere oggetto di sottoscrizione soltanto da parte di soggetti qualificabili come investitori professionali. Ulteriore differenza riguarda la decisione di emissione nonché il soggetto competente a deliberare l'emissione. Mentre per le s.p.a. non è necessaria alcuna previsione statutaria per emettere le obbligazioni e la competenza spetta agli amministratori (salvo diversa disposizione statutaria), per i titoli di debito, come visto in precedenza, sarà necessaria una previsione statutaria in tal senso, sia riguardo la possibilità di emetterli sia riguardo l'organo competente a deliberarne l'emissione. Infine, mentre non sono previsti limiti per l'emissione di titoli di debito, l'art. 2412 c.c. prevede espressamente per le s.p.a. che le

obbligazioni non possano essere emesse per somma eccedente il doppio del capitale sociale delle riserve legali e disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato⁸⁹.

3.4 Minibond

Tra gli strumenti che hanno agevolato l'accesso delle PMI ai mercati di capitale di debito vi sono i *minibond*, titoli di debito la cui disciplina prevede minime integrazioni rispetto ai titoli che possono essere emessi ex art. 2483 c.c. ed ex art. 2410 c.c. Non si tratta di strumenti finanziari nuovi rispetto a quelli già esistenti, bensì di strumenti già esistenti che sono stati rivitalizzati e la cui emissione e sottoscrizione è stata resa più vantaggiosa tramite introduzioni normative di carattere fiscale e civilistico volte a rimuoverne gli ostacoli. La sottoscrizione di tali strumenti è stata agevolata, inoltre, tramite l'estensione di operatività del Fondo centrale di Garanzia per le PMI, che ha comportato la crescita esponenziale dei ccdd. Fondi di *Minibond*⁹⁰.

Non essendo questa la sede per soffermarsi sulle integrazioni di natura fiscale, si analizzerà la disciplina civilistica e finanziaria.

⁸⁹ Salvo quanto disposto dal comma 2 dell'art. 2412 c.c. e salva la concessione di garanzia ipotecaria prevista dal *terzo* comma del medesimo articolo; la medesima norma prevede altresì l'inapplicabilità dei limiti di cui al primo e secondo comma qualora l'emissione obbligazionaria sia destinata ad essere quotata in mercati regolamentati o qualora si tratti di obbligazioni che incorporino il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni o nel caso in cui, previa autorizzazione dell'autorità governativa, ricorrano particolari ragioni che interessano l'economia nazionale.

⁹⁰ Di fondi specializzati nell'investimento in obbligazioni, titoli di debito e cambiali finanziarie emessi da piccole e medie imprese, sia che essi siano collocati privatamente, sia che essi siano quotati.

I *minibond* sono obbligazioni, titoli di debito o cambiali finanziarie che si caratterizzano per i soggetti che possono emetterli – società non quotate escluse le banche e le microimprese – e per le agevolazioni che incontrano.

Rispetto ai titoli di debito che possono emettere le s.r.l. ex art. 2483 c.c., i soggetti che possono sottoscriverli sono anche agli investitori qualificati ma non soggetti a vigilanza prudenziale e i soggetti che possono emetterli sono società non quotate che non siano banche o microimprese. La vera novità introdotta dai *minibond* riguarda la creazione di un nuovo ecosistema finanziario autonomo ed efficiente per la cui costituzione si è puntato da un lato ad agevolare il collocamento dei titoli sul mercato primario, da altro lato – e soprattutto – ad introdurre meccanismi a garanzia dell'efficienza del mercato secondario e della liquidità dei titoli. Come noto, infatti, un grosso limite alla diffusione dei titoli di debito, è sempre stata il carattere illiquido degli stessi, dovuto vuoi alla mancanza di un mercato secondario efficiente, vuoi alla natura stessa dei titoli. Alla luce della nuova disciplina, i *minibond* possono essere collocati sul mercato attraverso due diverse modalità: (i) collocamento privato (c.d. *private placement*)⁹¹; (ii) attraverso una sezione dedicata su portali *online* per un valore massimo di 8 milioni di euro⁹².

⁹¹ A tale scopo, la società emittente si rivolge solitamente ad un arranger, soggetto professionale cui è attribuito il compito di coordinare il processo di emissione e di gestire i rapporti tra emittente e potenziali sottoscrittori agevolando l'incontro tra domanda e offerta, fermo restando che il collocamento vero e proprio avviene a seguito di una trattativa privata in cui il sottoscrittore interessato ha il *potere* di negoziare le condizioni del prestito. In proposito è interessante notare come, soprattutto nei primi tempi di applicazione della nuova disciplina, il ruolo di arranger sia stato sovente ricoperto dagli istituti bancari; circostanza, questa, che ha indotto a ritenere che questa modalità di finanziamento non fosse autenticamente *alternativa*, e che implicasse in realtà un'emancipazione solo apparente delle PMI dal sistema bancario giacché, pur con ruolo mutato, rimaneva imprescindibile il rapporto dell'impresa con gli istituti di credito.

⁹² Ai sensi del nuovo art. 100-ter, comma 1-ter TUF, la sottoscrizione degli strumenti di debt così emessi è riservata agli investitori professionali e, «nei limiti stabiliti dal codice civile», alle ulteriori categorie di investitori “qualificati” individuate dalla Consob; l'Autorità ha provveduto con delibera n. 21110/2019 del 10 ottobre 2019 che ha modificato il regolamento 18592/2013 inserendo nel

Inoltre, vi è anche la possibilità di quotazione su un sistema multilaterale di negoziazione.

A prescindere dalla modalità di collocamento prescelta, l'emissione è preceduta da fasi preliminari finalizzate a delineare le caratteristiche del prestito, a fornire la documentazione informativa⁹³, e più in generale, a definire i profili legali e finanziari dell'operazione. I soggetti coinvolti sono:

(i) L'*Advisor*, ossia un consigliere che effettua le verifiche e le pianificazioni necessarie, nonché supervisiona l'operazione. Esso ha il compito di guidare le imprese nella scelta delle principali strategie e di accompagnarle in tutto il processo, supportandole anche nei rapporti con gli altri attori della filiera.

(ii) L'*arranger*, ossia il coordinatore finanziario che intrattiene i rapporti con i soggetti coinvolti nell'operazione. Esso si occupa della strutturazione vera e propria del collocamento e si interfaccia con il mercato per conto dell'azienda. Questo ruolo è svolto principalmente dalle banche; infatti, ai primi posti per il collocamento, troviamo Banca Finint, Unicredit e IntesaSanPaolo. Spesso, ma non sempre, *advisor* e *arranger* coincidono.

(iii) L'agenzia di rating, non prevista espressamente dalla legge, che garantisce la trasparenza e la qualità dei rating e attenua i conflitti d'interesse.

nuovo art. 24, comma 2-*quater* le classi di investitori non professionali ammesse alla sottoscrizione dei soli strumenti di debito offerti dalle PMI s.p.a.

⁹³ Tra cui, business plan, information memorandum ed executive summary), oltre a tutti gli ulteriori eventuali documenti necessari per comunicare ai potenziali investitori le informazioni sulla società e sul progetto da finanziare. In aggiunta a tale documentazione, l'emittente potrà richiedere — in via del tutto facoltativa, diversamente dall'ipotesi generale di offerta al pubblico di strumenti finanziari — l'emissione di un giudizio sull'affidabilità dell'emittente e sulle capacità della stessa di rispettare gli impegni finanziari da parte di un'agenzia di rating, al fine di aumentare le possibilità di successo dell'operazione.

(iv) Gli investitori tipici - essendo uno strumento chiuso al dettaglio - sono fondi di investimento, banche, compagnie di assicurazione, SIM (società di intermediazione mobiliare), fondi pensione, fondazioni.

(v) Le banche che agiscono come agenti dei contratti.

4. Strumenti finanziari partecipativi

Gli strumenti partecipativi a carattere finanziario vengono qualificati come *tertium genus* tra partecipazione al capitale di rischio e partecipazione al capitale di debito. Essi si collocano tra i canali che consentono all'impresa di acquisire mezzi propri senza essere imputabili al capitale sociale ma incrementando il patrimonio netto della società, ulteriore elemento che avvicina la disciplina agli istituti tipici delle s.p.a. La *ratio* è quella di consentire la diffusione di pratiche di *work for equity*⁹⁴, ossia di remunerare collaborazioni esterne con *“l'attribuzione di tali titoli ai fornitori, che si assumeranno il rischio d'impresa senza appesantire la situazione finanziaria della società”*⁹⁵. La funzione principale di tali strumenti è quella di ricapitalizzazione della società e risultano utili soprattutto per la loro natura partecipativa ma versatile⁹⁶. Il legislatore ha, infatti, lasciato all'autonomia statutaria la possibilità di definire *«le modalità e condizioni di emissione, i diritti che conferiscono, le sanzioni in caso di inadempimento delle prestazioni e, se*

⁹⁴ Così la Relazione illustrativa al D.L.179/2012 che consente alle startup innovative di emettere strumenti finanziari partecipativi.

⁹⁵ FREGONARA, Strumenti partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.- questioni aperte, in Rivista Orizzonti del diritto commerciale (online), Torino, 2021, 8

⁹⁶ FREGONARA, Strumenti partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.- questioni aperte, in Rivista Orizzonti del diritto commerciale (online), Torino, 2021, 8

*ammessa, la legge di circolazione»*⁹⁷. Unico limite imposto è il divieto di voto nelle decisioni e nell'assemblea dei soci, essendo comunque anch'esso mitigato dal diritto di voice che mantengono i titolari di strumenti finanziari su argomenti specificamente indicati nell'atto costitutivo.

Principale differenza tra le quote di capitale sociale e gli strumenti finanziari partecipativi è che l'emissione dei primi è necessaria mentre quella dei secondi è solo eventuale. Anche gli strumenti finanziari partecipativi, invece, attribuiscono diritti sociali: i diritti patrimoniali hanno infatti natura sociale e i titolari di strumenti finanziari possono essere esposti al rischio dell'attività sociale.

Gli strumenti finanziari partecipativi possono attribuire diritti patrimoniali “o anche” diritti amministrativi, secondo quando stabilito dall'atto costitutivo. Sembra non vi sia la possibilità di emettere strumenti finanziari che attribuiscono esclusivamente diritti amministrativi⁹⁸; pertanto, potranno esservi due categorie di strumenti finanziari partecipativi: quelli che attribuiscono solo diritti patrimoniali e quelli che attribuiscono anche diritti amministrativi. La norma in esame non specifica quali siano tali diritti che possono attribuire gli strumenti finanziari partecipativi. Volendo fornire un'interpretazione della disposizione, la dottrina è

⁹⁷ Come prevede anche il sesto comma dell'art. 2346 c.c. che disciplina gli strumenti finanziari partecipativi che possono essere emessi dalle “sorelle maggiori”.

⁹⁸ La congiunzione «anche» pare escludere questa configurazione, così ADIUTORI,, 810. Ma v. CIAN, Commento all'art. 2346, in Commentario del Codice Civile, diretto da GABRIELLI, Torino, Utet, 2015, 897, ove l'a. afferma che «la partecipatività può venire declinata tanto sul piano patrimoniale (con il riconoscimento di un diritto di partecipazione agli utili e per l'assenza di qualsiasi diritto al rimborso del valore dell'apporto, anche di entità variabile), quanto su quello amministrativo (...) come su entrambi contemporaneamente». Nello stesso senso v. massima n. 164 del Consiglio notarile di *Milano*, Diritti patrimoniali degli strumenti finanziari partecipativi (art. 2346, comma 6, c.c.), ove si legge che «qualora gli strumenti finanziari partecipativi siano privi di diritti patrimoniali di natura partecipativa (diritto all'utile, diritto alla distribuzione delle riserve, diritto al riparto del residuo attivo di liquidazione), la loro qualificazione in *termini* di strumenti finanziari partecipativi ai sensi dell'art. 2346, sesto co., c.c., è subordinata alla attribuzione di uno o più diritti amministrativi di natura partecipativa (come ad esempio il diritto di nominare un componente degli organi di amministrazione e/o di controllo, ai sensi dell'art. 2351, quinto co., c.c.)».

arrivata a soluzioni tendenzialmente univoche per i diritti patrimoniali e non anche per quelli amministrativi. I diritti patrimoniali che possono essere attribuiti possono consistere (a) «assegnazione di diritti ad un rendimento o ad una liquidazione collegati ai risultati dell'attività, per il tempo successivo alla fase di start-up»⁹⁹, essendo sancito il divieto di distribuzione degli utili in fase di startup; (b) «assegnazione di un diritto di prelazione sull'acquisto di quote sociali» o un «diritto di conversione degli strumenti finanziari in quote di futura emissione»¹⁰⁰.

I diritti amministrativi di cui possono essere dotati gli strumenti finanziari partecipativi sono il diritto di informazione, il diritto di nominare un amministratore “indipendente”, il diritto di voto limitato a particolari argomenti¹⁰¹. L'apporto dei titolari di strumenti finanziari può consistere in ogni entità suscettibile di una valutazione economica che possa essere utile alla società¹⁰². La formulazione dell'articolo lascia aperta la strada per la possibilità di apporti di vario genere, non collegati al concetto tradizionale di “opere o servizi”.

Una delle questioni più dibattute in materia di strumenti finanziari partecipativi riguarda la loro modalità di collocamento, nello specifico se essi possano essere collocati tramite portali online o meno.

⁹⁹ CIAN, Le società start-up innovative. Profili definatori e tipologici, in AIDA, 2013, 424.

¹⁰⁰ FREGONARA, Strumenti partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.- questioni aperte, in Rivista Orizzonti del diritto commerciale (online), Torino, 2021, 247

¹⁰¹ Per un'analisi approfondita della questione vedi FREGONARA, Strumenti partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.- questioni aperte, in Rivista Orizzonti del diritto commerciale (online), Torino, 2021; CIAN, Le società start-up innovative. Profili definatori e tipologici, in AIDA, 2013, 424.; ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e PMI innovative, in Start up e P.M.I; SIMBULA, Gli strumenti finanziari partecipativi nelle società a responsabilità limitata start-up innovative, in Start-up e pmi innovative: scelte statutarie e finanziamento, a cura di CORSO, Napoli, 2019; DONATIVI V, Trattato delle Società, 2022.

¹⁰² Si può apportare denaro, crediti, prestazioni di opere e di servizi, obblighi di natura contrattuale, obblighi di non fare, know how, nonché consulenze di professionisti di ogni settore. Così S. GUIZZARDI, 576.

Prima dell’emanazione del Regolamento UE 1503/2020, chi sosteneva la tesi favorevole, la argomentava, dal punto di vista normativo, come segue:

1. L’art. 1, comma 1, lett. u), TUF che include, tra i prodotti finanziari che possono essere oggetto di offerta al pubblico, «*gli strumenti finanziari e ogni altra forma di investimento di natura finanziaria*». Secondo la tesi dei “cerchi concentrici”¹⁰³, «*i prodotti finanziari rappresenterebbero il cerchio più esterno nel quale sono racchiusi tanto gli strumenti finanziari (cerchio intermedio) quanto i valori mobiliari (nucleo)*».
2. L’art. 100-ter, comma 1, TUF prevedeva che «*le offerte al pubblico condotte attraverso uno o più portali per la raccolta di capitali possano avere ad oggetto soltanto la sottoscrizione di strumenti finanziari*»
3. L’art. 1, comma 5-novies, TUF, nel definire la finalità delle piattaforme online, stabiliva che essa consisteva nel facilitare la raccolta «*di finanziamenti tramite obbligazioni o strumenti finanziari di debito da parte delle piccole e medie imprese*».

Da altro canto, però, non può non rilevarsi come l’art. 2, comma 1, lett. h) del Regolamento *crowdfunding* definiva, comunque, come strumenti finanziari solo «*le azioni e le quote rappresentative del capitale sociale o degli OICR e le obbligazioni o i titoli di debito, oggetto delle offerte al pubblico condotte attraverso portali*».

A seguito dell’introduzione del Regolamento UE 1503/2020, tuttavia, sono stati modificati quasi tutti gli articoli appena analizzati. Nello specifico, secondo il quadro normativo di riferimento che si analizzerà approfonditamente nei paragrafi

¹⁰³ FREGONARA, Strumenti partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.- questioni aperte, in Rivista 238-239

successivi, il *crowdfunding* è ormai regolamentato a livello unionale e bisogna attenersi alle definizioni ed ai limiti stabiliti dal Regolamento. Per quanto concerne la possibilità di offrire strumenti finanziari mediante piattaforme online, si accenna che possono essere oggetto di offerta tramite *crowdfunding* i “valori mobiliari” (art. 2, par. 1, lett. m), ossia «*categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali*»; e gli “strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*” (art. 2, par. 1, lett. n), ossia «*per ciascuno Stato membro, le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni*».

Effettuando una mera ricostruzione testuale della normativa applicabile non sembrano esserci elementi sufficienti per escludere la strada del collocamento su portali online di strumenti finanziari partecipativi, purché siano negoziabili.

L’apertura al *crowdfunding* è giustificata perlopiù (i) dalla finalità stessa dei portali online, i quali nascono per permettere alle imprese innovative di reperire finanziamenti esterni senza appesantire finanziariamente la società. Sarebbe una preclusione ingiustificata non permettere alle imprese innovative tale canale di finanziamento alternativo; (ii) dalla constatazione che l’apertura al *crowdfunding* permetterebbe al gruppo di comando di reperire capitale senza dover cedere lo status di soci a terzi estranei.

Ulteriore questione dibattuta è quella inerente alla possibilità, per le PMI s.r.l. non innovative, di emettere strumenti finanziari partecipativi. Il dubbio sorge poiché, la novella del 2017, nell’estendere a tutte le PMI vari strumenti ed istituti previsti

inizialmente per le sole imprese innovative, taglia fuori il comma 7 dell'art. 26, non introducendovi il termine "PMI" in sostituzione di "startup innovativa". Invero, ciò potrebbe essere sufficiente per escludere la possibilità che le PMI non innovative emettano strumenti finanziari partecipativi. Tuttavia, molti interpreti non accolgono tale soluzione per ragioni di natura diversa che possono così riassumersi:

- Argomentazione di carattere sistematico: posto che gli strumenti finanziari emessi da startup innovative mantengono la loro efficacia anche dopo che l'impresa abbia perso la qualifica di startup, non pare opportuno precludere ad una PMI non innovativa ab origine la possibilità di emettere strumenti finanziari partecipativi e, al contempo, permettere a PMI non innovative ma frutto di "conversione" da startup innovative di mantenerli nella propria struttura finanziaria.
- Argomentazione di carattere storico: tale argomentazione si giustifica alla luce della pandemia da Covid-19, la quale ha reso necessario mettere in campo tutti gli strumenti disponibili al fine di supportare l'economia del Paese; pertanto, sarebbe sciocco precludere alle PMI di emettere gli (utili) strumenti finanziari partecipativi per la sola mancanza del requisito dell'innovatività.

PARTE I – MODALITÀ DI OFFERTA E MERCATI DEDICATI

SOMMARIO: 5. *Il crowdfunding*. 5.1 *Regolamento UE 2020/1503 e successive modifiche interne*. 6. *Mercati azionari: L'Euronext Growth Milan*. 7. *Mercati obbligazionari: ExtraMot Pro e ExtraMot Pro Cube*.

5. *Il crowdfunding*

Il *crowdfunding*¹⁰⁴ (letteralmente, “finanziamento da parte della folla”) rappresenta una modalità di finanziamento alternativo ed innovativo consistente nel finanziamento collaborativo di progetti imprenditoriali o iniziative di diverso genere ottenuto tramite piccoli investimenti individuali effettuati in rete¹⁰⁵.

¹⁰⁴ Stando A.J.C. DE MARTIN, *Crowdfunding*, «Le collette per il rilancio», in *La Stampa*, 27.7.2013, il termine è stato coniato nel 2006 da Michael Sullivan con il lancio della piattaforma Fundavol (incubatore di progetti legati a videoblog), piattaforma che prevedeva la possibilità di elargire donazioni online. Il *crowdfunding* è quindi un fenomeno relativamente recente che vede la sua nascita verso la fine degli anni duemila, grazie alla comparsa di piattaforme informatiche in cui gli investitori possono visualizzare, in un unico luogo di incontro, diverse iniziative finanziabili. In definitiva, a fronte di una «mediazione», le piattaforme garantiscono visibilità a diverse iniziative imprenditoriali e non, con l'indicazione di un plafond da raggiungere e del termine entro il quale far pervenire le offerte di finanziamento. Cfr. A. PAVAN, *Il Crowdfunding*, cambia il tradizionale modo di fare impresa, Padova, 2018, 7.

¹⁰⁵ BOLLETTINARI, *Start up e PMI innovative*, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 861. Così anche la Commissione Europea, che, in particolare, definisce il *crowdfunding* come: «[...] an emerging alternative form of financing that connects those who can give, lend or invest money directly with those who need financing for a specific project: It usually refers to public online calls to contribute finance to specific projects». (si rimanda all'indirizzo ipertestuale <https://ec.europa.eu>). In termini analoghi si veda anche PORTOLANO, *Le regole di condotta applicabili a banche e imprese di investimento nell'ambito della disciplina in tema di equity crowdfunding*, in *Aspetti giuridici del crowdfunding*, *Intervento alla conferenza Crowdfuture 2.0*, 2013, secondo il quale il *crowdfunding*: «è tipicamente inteso come, un modello di raccolta di fondi alternativo rispetto agli strumenti di finanza convenzionale, caratterizzato dall'impiego di moderne tecnologie informatiche e retto da dinamiche collaborative, alle quali non è estranea una tipica componente lato sensu di partecipazione della collettività a talune forme di impresa societaria».

Esso mira a facilitare il finanziamento di un progetto raccogliendo capitali da un gran numero di persone che contribuiscono ciascuna con importi di investimento relativamente piccoli attraverso un sistema di informazione accessibile al pubblico su Internet, ossia la piattaforma di *crowdfunding*. Il sistema bancario tradizionale, in continua evoluzione, è diventato con il tempo rigidamente e restrittivamente regolamentato, con la conseguenza che le banche sono riluttanti e (eccessivamente) caute nell'assegnare finanziamenti alle PMI, e quindi le PMI in generale non hanno facile accesso ai finanziamenti, il che si è rivelato un problema per il clima di investimento delle start-up e delle PMI¹⁰⁶. Pertanto, il *crowdfunding* è diventato popolare per le PMI in quanto questa modalità di finanziamento offre un accesso più facile ai finanziamenti rispetto al sistema bancario tradizionale, colmando così le lacune del mercato per la mancanza di opportunità di finanziamento per le PMI. La raccolta di capitale che avviene in rete, attraverso le piattaforme online ha il potenziale effetto di disintermediazione dei tradizionali canali di intermediazione bancaria e finanziaria¹⁰⁷.

Esistono diversi tipi di *crowdfunding*, potendo individuare quattro principali varianti: *il donation-based crowdfunding*, *il reward-based crowdfunding*, *il lending-based crowdfunding* e, infine, *l'equity-based crowdfunding*.

¹⁰⁶ DENTONS, 'The new ECSP-Proposal reaches the home straight on harmonized *crowdfunding* rules'(July 30, 2020) <https://www.dentons.com/en/insights/articles/2020/july/30/the-new-ecsp-proposal-reaches-the-home-straight-on-harmonized-crowdfunding-rules>, Accessed 7 July 2022.

¹⁰⁷ PORTOLANO, Le regole di condotta applicabili a banche e imprese di investimento nell'ambito della disciplina in tema di *equity crowdfunding*, in *Aspetti giuridici del crowdfunding*, *Intervento alla conferenza Crowdfuture 2.0*, 2013.

Il *donation-based crowdfunding*¹⁰⁸ è spinto da motivi sociali o filantropici, venendo corrisposto all'investitore al più una ricompensa di natura morale o simbolica e, non essendo prevista alcuna forma di remunerazione materiale, è da ricondurre – sul piano giuridico – ad un contratto di donazione.

Il *reward-based crowdfunding* è stato il primo ad affermarsi¹⁰⁹ si contraddistingue per la raccolta di fondi a fronte di uno scambio o con l'obiettivo di ottenere una ricompensa (*reward*) correlata all'ammontare della medesima offerta¹¹⁰. La prima modalità è ricollegabile ad una prevendita classificabile tra i contratti aventi ad oggetto beni futuri e per i quali non è prevista alcuna forma di finanziamento all'impresa proponente. Il secondo modello, invece, sembrerebbe maggiormente assimilabile ad un contratto di associazione in partecipazione, permettendo a chi investe nella società – pur senza divenire proprietario di quote sociali o di titoli di debito – di partecipare in vario modo agli utili. Bisogna distinguere, inoltre, tra l'*ex ante crowdfunding* (finalizzato a far raggiungere al progetto finanziato un certo stadio di sviluppo e riguarda quelle startup che si trovano in fase *seed* o *preseed*), ovvero l'*ex post facto crowdfunding* (interviene in una fase successiva solitamente per far reperire risorse necessarie dopo che sia già stato realizzato il prototipo del prodotto, quindi tendenzialmente dopo aver già superato la fase di *seed* e ci si

¹⁰⁸ In Italia le piattaforme maggiormente conosciute di *donation-based crowdfunding* siano IoDono e ShinyNote. La prima ha lo scopo di supportare le organizzazioni no-profit attraverso la creazione e lo sviluppo di campagne di *fundraising* dedicate. La seconda, invece, è un *social network* che consente la pubblicazione di biografie personali, eventualmente sostenute da donazioni per mezzo della medesima piattaforma.

¹⁰⁹ La ratio è da ricercare nello sviluppo che ha avuto il *crowdfunding* negli Stati Uniti, apripista del fenomeno in esame. In particolare, la legislazione vigente al tempo della nascita e dello sviluppo del *crowdfunding* (Security Act del 1993) vietava il c.d. *equity based crowdfunding*, potendosi invece far ricorso al reperimento di risorse finanziarie che non assegnassero partecipazioni in società. Così BURKETT, a *crowdfunding exemption? On line investment Crowdfunding and US Securities Regulation in Transactions: The Tennessee Journal of Business Law*, 13, 2011.

¹¹⁰

muove verso il primo round di investimento). Nella pratica vi sono infine due ulteriori modalità: “*all or nothing*” in cui le risorse raccolte vengono destinate al finanziamento solo se viene effettivamente raggiunto il *plafond* stabilito, ovvero il “*keep it all*” in cui le risorse vengono destinate al finanziamento del progetto a prescindere dal raggiungimento di una determinata cifra¹¹¹.

Il *lending-based crowdfunding* si caratterizza per la raccolta di risorse finanziarie volte a concedere prestiti ai richiedenti, individuati sempre tramite la piattaforma online. Questo approccio può includere sia una forma di intermediazione da parte del gestore del sito web tra finanziatori potenziali e richiedenti, sia una modalità in cui il gestore stesso svolge un ruolo di intermediario.

Risulta quasi naturale associare il *crowdfunding* alle startup innovative, seppure oggi la strada del *crowdfunding* è aperta anche ad altre tipologie di impresa. Esso è stato effettivamente introdotto dal c.d. d.l. 179/2012 per cui, start-up innovative e *crowdfunding*, «sono sgorgati dalla penna dello stesso legislatore»¹¹².

L'Italia è stato il primo Paese europeo a dotarsi di una disciplina seppur dedicata solo alla negoziazione di partecipazioni sociali (*equity-based*). Esso è intervenuto modificando ed integrando talune disposizioni del TUF¹¹³ che per l'effetto concedeva (inizialmente alle sole *startup* innovative) di reperire capitale di rischio attraverso portali online (c.d. *equity crowdfunding*)¹¹⁴. L'intervento era parso,

¹¹¹ BOLLETTINARI, Start up e PMI innovative, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 864.

¹¹² FREGONARA, L'*equity based crowdfunding*: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative, in Giur. it., 2016, 2288.

¹¹³ In particolare, è stato introdotto il Capo III *quater* e l'art. 50 *bis*

¹¹⁴ CECCHINATO P., <https://www.altalex.com/documents/2023/03/30/g-u-decreto-servizi-crowdfunding-impres>

tuttavia, limitato poiché includeva le sole startup innovative e le startup a vocazione sociale, ed esclusivamente per l'*equity based crowdfunding*. Il legislatore è quindi intervenuto, prima con d.l. 3/2015 (che lo ha esteso alle PMI innovative) e poi con la legge di bilancio 2017 (comma 70, L. n. 232/2016), estendendo a tutte le PMI la possibilità di reperire capitale di rischio attraverso portali online. Infine, con la legge di bilancio 2019 (articolo 1, commi 236-238 e 240, L. n. 145/2018) ha poi esteso l'operatività alla raccolta di finanziamenti anche tramite strumenti finanziari di debito, riservandone la sottoscrizione a specifiche categorie di investitori.

Da ultimo, a seguito del già citato Regolamento (UE) 2020/1503 ed in attuazione dello stesso, è stato emanato il d.l. 30/2023 a cui ha fatto seguito il Regolamento Consob n. 22720/2023 (*Crowdfunding*).

5.1 Regolamento UE 2020/1503 e successive modifiche interne

Nei vari Stati membri dell'UE esiste un'ampia e numerosa regolamentazione della materia finanziaria e molti Stati membri dell'UE hanno introdotto regimi normativi per il *crowdfunding*, senza che vi fossero norme armonizzate. Queste norme non armonizzate (nazionali) hanno portato a divergenze significative per quanto riguarda le condizioni di funzionamento delle piattaforme di *crowdfunding*, l'ambito delle attività consentite e i requisiti di autorizzazione nei vari Stati membri. La frammentazione delle normative, nonché l'assenza di un "passaporto europeo", hanno reso molto difficile, per i fornitori di servizi di *crowdfunding*, operare a livello transfrontaliero. Si è reso, pertanto, necessario regolamentarlo in maniera

unitaria a livello sovranazionale al fine di evitare particolarismi. Il finanziamento della folla è stato inoltre ritenuto fondamentale e funzionale al piano di azione elaborato per il pieno raggiungimento della Capital Market Union.¹¹⁵

Il 20 ottobre 2020, la Commissione europea ha così pubblicato il Regolamento (UE) 2020/1503 (ECSPR), una normativa volta a regolamentare in maniera unitaria il *crowdfunding* per le imprese all'interno dell'UE. L'obiettivo del nuovo quadro legislativo è quello garantire un regime armonizzato nell'UE e assicurare la certezza giuridica delle norme che regolano le attività di *crowdfunding* in tutti gli Stati membri dell'UE, creando così uno dei più grandi ambienti regolamentati armonizzati al mondo per il *crowdfunding*.

Il legislatore unionale nel disciplinare il fenomeno del *crowdfunding*, posto dinanzi la scelta tra il doppio binario (coesistenza tra (i) disciplina europea per i servizi transfrontalieri e (ii) disciplina interna per i servizi resi esclusivamente all'interno dello Stato membro) ovvero una disciplina armonizzata *tout court*, ha optato per la seconda via. Infatti, nell'emanare il Regolamento UE 2020/1503, ha previsto una disciplina unitaria per il *crowdfunding*, direttamente applicabile, previo decorso di un periodo transitorio, in cui si applica solo ai servizi transfrontalieri. Il periodo transitorio termina il 10 novembre 2023, per cui entro tale data i prestatori dei servizi di *crowdfunding* dovranno adeguarsi alla nuova disciplina europea per poter continuare ad operare nel territorio dello Stato.

Il Regolamento si applica ai servizi di *crowdfunding* che rappresentano alternative di finanziamento alle modalità tradizionali. Si applicherà quindi *all'equity based*

¹¹⁵ BOLLETTINARI, Start up e PMI innovative, (a cura di) CAGNASSO O. e MAMBRIANI A., 2020, 868

crowdfunding e al *lending based crowdfunding*, non anche alle altre tipologie analizzate in precedenza. Rimangono escluse dall'ambito applicativo del Regolamento UE 2020/1503, inoltre, le offerte di importo superiore a cinque milioni di euro (art. 1 par. 2), a cui si applicheranno invece la MiFID II, il Regolamento UE sui prospetti, oltre a ulteriori eventuali normative interne degli Stati membri.

I fornitori di servizi di *crowdfunding* (denominati CPS – *crowdfunding services providers*) devono essere previamente autorizzati, ai sensi dell'art. 12 del Regolamento, presentando una domanda all'autorità competente del rispettivo Stato membro dell'UE (per l'Italia la Consob, sentita la Banca d'Italia). La domanda di autorizzazione deve contenere, tra gli altri requisiti, una descrizione del tipo (o dei tipi) di servizi di *crowdfunding* che si intende fornire, la descrizione dei sistemi, delle risorse e delle procedure per il controllo e la protezione dei sistemi di trattamento dei dati, i dispositivi di governance e i meccanismi di controllo interno, la salvaguardia dei sistemi di elaborazione dei dati, la descrizione dei rischi operativi e dei presidi prudenziali. Una volta ottenuta l'autorizzazione ai sensi del Regolamento, il CSP può avvalersi del regime di passaporto europeo per quanto riguarda l'offerta dei propri servizi di *crowdfunding* in tutta l'UE. Esso, avrà quindi il diritto di fornire servizi di *crowdfunding* a livello transfrontaliero all'interno dell'UE, in virtù di tale “passaporto” UE.

I gestori dei portali sono tenuti ad agire in modo “*onesto, equo e professionale e nel migliore interesse dei loro clienti*” ai sensi dell'art. 3

L'art. 4, prevede poi che l'organo gestorio debba stabilire e attuare politiche e procedure adeguate a garantire una efficace e prudente gestione, comprese *“la separazione delle funzioni, la continuità operativa e la prevenzione dei conflitti di interesse, in modo tale da promuovere l'integrità del mercato e gli interessi dei propri clienti”*. Inoltre, i componenti dell'organo gestorio devono godere di requisiti di onorabilità e possiedono sufficienti conoscenze, competenze ed esperienza (art. 12). Vi sono ulteriori regole di condotta cui attenersi, pena la revoca dell'autorizzazione ai sensi dell'art. 17.

Sono imposti, inoltre, obblighi finalizzati alla tutela degli investitori, graduati sulla base della “natura” dello stesso, distinguendo tra investitori sofisticati e investitori non sofisticati.

L'investitore sofisticato, ai sensi dell'art. 2 par. 1, lett. j), è ogni persona fisica o giuridica che sia un cliente professionale ai sensi della Sezione I (punti 1-4) dell'Allegato II alla MiFID II o qualsiasi persona fisica o giuridica che abbia l'autorizzazione del CSP per essere trattata come un investitore sofisticato in conformità ai criteri e alla procedura stabiliti nell'Allegato II del Regolamento. Al contrario, per investitore non sofisticato si intende un investitore che non è un investitore sofisticato.

Rispetto alla disciplina interna, che era contenuta nel TUF e nel Regolamento Consob n. 18592 del 26 giugno 2013, vi sono molteplici differenze. Prima fra tutte è la mancata distinzione tra la sollecitazione di strumenti di debito e la sollecitazione di strumenti di rischio, venendo disciplinate, dunque, in maniera

unitaria, in virtù della categorizzazione di entrambe le fattispecie nella nozione di “valori mobiliari”, specificamente prevista¹¹⁶.

Il legislatore interno prevedeva, invece, una distinzione tra l’offerta tramite portali online di strumenti di rischio e di debito. Senza analizzare nel dettaglio la disciplina previgente, gli strumenti di debito potevano essere sottoscritti esclusivamente da «*investitori professionali e particolari categorie di investitori individuati dalla Consob*»¹¹⁷, mentre il Regolamento europeo non pone limitazioni ai potenziali sottoscrittori. Sono tuttavia posti diversi presidi a tutela degli investitori, prevedendo obblighi informativi (i) a carico degli emittenti, i quali sono tenuti alla redazione della scheda informativa; (ii) a carico dei gestori dei portali, i quali sono tenuti a verificare la completezza, la correttezza e la chiarezza delle informazioni che figurano nella scheda contenente le informazioni chiave sull’investimento (art. 23).

¹¹⁶ Ai sensi del Regolamento UE 2020/1503, per valori mobiliari si intendono quelli “*definiti all’articolo 4, paragrafo 1, punto 44, della direttiva 2014/65/UE*”, ossia “*categorie di valori, esclusi gli strumenti di pagamento, che possono essere negoziati nel mercato dei capitali, ad esempio: a) azioni di società e altri titoli equivalenti ad azioni di società, di partnership o di altri soggetti e certificati di deposito azionario; b) obbligazioni e altri titoli di debito, compresi i certificati di deposito relativi a tali titoli; c) qualsiasi altro valore mobiliare che permetta di acquisire o di vendere tali valori mobiliari o che comporti un regolamento a pronti determinato con riferimento a valori mobiliari, valute, tassi di interesse o rendimenti, merci o altri indici o misure*”.

¹¹⁷ a) i soggetti di cui all’art. 24, comma 2 del Regolamento Consob, ossia gli stessi soggetti che, ai fini del perfezionamento delle offerte di *equity crowdfunding*, devono investire una quota almeno pari, complessivamente, al 5% degli strumenti finanziari offerti (si tratta degli investitori professionali, delle fondazioni bancarie, degli incubatori di start-up innovative e degli «investitori a supporto delle piccole e medie imprese», aventi questi ultimi i requisiti di onorabilità ed esperienza previsti dal Regolamento Consob); b) coloro che hanno un valore del portafoglio di strumenti finanziari, inclusi i depositi di denaro, superiore ad euro 250.000; c) i soggetti che si impegnano ad investire almeno euro 100.000 in una specifica offerta, nonché dichiarano per iscritto, in un documento separato dal contratto da stipulare per l’impegno a investire, di essere consapevoli dei rischi connessi all’impegno o all’investimento previsto; d) gli investitori *retail* che effettuano l’investimento nell’ambito di servizi di gestione di portafogli o di consulenza in materia di investimenti

Sono previsti, poi ulteriori presidi specificamente a tutela degli investitori “non sofisticati”. Deve essere effettuato, innanzitutto il test di appropriatezza¹¹⁸ nei confronti dei potenziali sottoscrittori, prima di dare loro pieno accesso all’investimento in piattaforme di *crowdfunding*. In particolare, secondo quanto previsto dall’art. 21 i fornitori di servizi di *crowdfunding* devono chiedere ai potenziali investitori non sofisticati informazioni circa “*l’esperienza, gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all’investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di crowdfunding, incluse informazioni riguardanti:*

- a) i precedenti investimenti in valori mobiliari o la precedente acquisizione di strumenti ammessi a fini di crowdfunding o prestiti da parte dei potenziali investitori non sofisticati, anche nella fase iniziale o di espansione di un’impresa;*
- b) la comprensione da parte dei potenziali investitori non sofisticati dei rischi legati alla concessione di prestiti, agli investimenti in valori mobiliari o all’acquisizione di strumenti ammessi a fini di crowdfunding attraverso una piattaforma di crowdfunding, e le esperienze professionali in materia di investimenti di crowdfunding”.*

¹¹⁸ I fornitori di servizi di *crowdfunding* devono chiedere ai potenziali investitori non sofisticati informazioni circa l’esperienza, gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria e la comprensione di base dei rischi legati all’investimento in generale e alle tipologie di investimento offerte sulla piattaforma di *crowdfunding*, incluse informazioni riguardanti:

- a) i precedenti investimenti in valori mobiliari o la precedente acquisizione di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* o prestiti da parte dei potenziali investitori non sofisticati, anche nella fase iniziale o di espansione di un’impresa;
- b) la comprensione da parte dei potenziali investitori non sofisticati dei rischi legati alla concessione di prestiti, agli investimenti in valori mobiliari o all’acquisizione di strumenti ammessi a fini di *crowdfunding* attraverso una piattaforma di *crowdfunding*, e le esperienze professionali in materia di investimenti di *crowdfunding*.

Tale valutazione deve essere “rivista” ogni due anni dopo la valutazione iniziale.

Tale valutazione deve essere “rivista” ogni due anni dopo la valutazione iniziale.

La tutela degli investitori non sofisticati, è garantita anche riconoscendo a questi ultimi lo *ius poenitendi*, anche “periodo di riflessione”¹¹⁹ (che decorre dal momento in cui il potenziale investitore non sofisticato effettua la propria offerta di investimento o la propria manifestazione di interesse per l’offerta di *crowdfunding* e scade dopo quattro giorni di calendario). Sempre a tutela degli investitori non sofisticati, è previsto un limite massimo agli investimenti (mille euro o un importo corrispondente al 5% del patrimonio netto del potenziale investitore) che essi possono effettuare¹²⁰. Tale limite, tuttavia, non precludendo investimenti che eccedano la soglia prefissata, non tutelano a pieno l’investitore non sofisticato. Nel caso di superamento, sarà infatti sufficiente la mera manifestazione del consenso da parte dell’investitore, a seguito di apposita avvertenza circa i rischi effettuata dal gestore del portale.

Per i gestori dei portali è dettata, inoltre, una disciplina meno gravosa, la quale li esonera dalle regole di condotta prescritte dalla MiFID II. È posto, anche, un tetto massimo per l’offerta degli strumenti in sottoscrizione pari ad euro 5 milioni,

¹¹⁹ È quel periodo in cui il potenziale investitore non sofisticato può revocare la sua offerta di investire o la sua manifestazione di interesse per l’offerta di *crowdfunding* senza fornire alcuna motivazione e senza incorrere in alcuna penalità.

¹²⁰ L’art 21, par. 7 prevede che “ogni volta, prima che un potenziale investitore non sofisticato o un investitore non sofisticato accetti una singola offerta di *crowdfunding* in virtù della quale effettuerebbe un investimento per un ammontare superiore all’importo più elevato tra 1 000 EUR o il 5 % del patrimonio netto di tale investitore calcolato in conformità del paragrafo 5, il fornitore di servizi di *crowdfunding* provvede a che tale investitore:

- a) riceva un’avvertenza sui rischi;
- b) fornisca un consenso esplicito al fornitore di servizi di *crowdfunding*; e
- c) dimostri al fornitore di servizi di *crowdfunding* che l’investitore comprende l’investimento e i relativi rischi.

Ai fini di cui al primo comma, lettera c), del presente paragrafo, la valutazione di cui al paragrafo 1 può essere usata come prova del fatto che il potenziale investitore non sofisticato o l’investitore non sofisticato comprende l’investimento e i suoi rischi”.

cosicché l'emittente risulterà esonerato dall'obbligo del Prospetto, dovendo redigere la più semplificata scheda informativa.

Riguardo il mercato secondario, il legislatore unionale si è rivelato invece più stringente e "cauto". Esso ha infatti circoscritto e riservato la possibilità di operare in portali dedicati agli scambi successivi solo agli operatori in possesso dell'autorizzazione per la prestazione dell'attività di gestione di sistemi multilaterali di negoziazione prevista dalla MiFID II.

Il regolamento, seppur direttamente applicabile, ha implicato degli interventi normativi resi necessari dalla parziale divergenza del sistema normativo interno di cui si accennava *supra*.

A tal proposito, è stato, infatti il decreto legislativo 10 marzo 2023, n. 30 (Attuazione del Regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di *crowdfunding* per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937).

L'articolo 1 del d.l. 30/2023 modifica il TUF inserendo la definizione di "servizi di *crowdfunding*", definiti come «*i servizi indicati all'articolo 2, paragrafo 1, lettera a), del Regolamento (UE) 2020/1503*», ovvero sia quelli consistenti ne «*l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding*», attraverso una delle seguenti attività: (i) intermediazione nella concessione di prestiti; (ii) collocamento senza impegno irrevocabile, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di *crowdfunding*, emessi da titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti

ammessi a fini di *crowdfunding*. Per “strumenti ammessi” ai fini del *crowdfunding* si intendono le azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento, comprese restrizioni relative alle modalità di offerta o pubblicizzazione di tali azioni.

La lettera b) del comma 1 dell’art. 1 del decreto inserisce nel TUF il nuovo articolo 4-sexies.1, che al comma 1 individua nella Consob e nella Banca d’Italia le autorità nazionali competenti ai sensi del regolamento europeo e i commi da 2 a 11 stabiliscono quali siano i rispettivi poteri delle due autorità.

Nello specifico è previsto che la Consob, sentita la Banca d’Italia, autorizzi¹²¹ i fornitori di servizi di *crowdfunding* e ne revochi¹²², sempre sentendo la Banca d’Italia, l’autorizzazione.

È previsto, inoltre, che la Banca d’Italia, sentita la Consob, possa autorizzare come fornitori di servizi di *crowdfunding* anche le banche, gli istituti di pagamento, gli istituti di moneta elettronica e gli intermediari finanziari iscritti nell’albo di cui all’articolo 106, D.Lgs. n. 385/1993 (Testo unico bancario - TUB), e possa altresì revocare, sentita la Consob, la relativa autorizzazione.

La Consob è competente ad assicurare l’osservanza degli obblighi imposti dal Regolamento in materia di trasparenza e correttezza e ad individuare le disposizioni nazionali applicabili alle comunicazioni di marketing diffuse sul territorio della Repubblica, nonché a svolgere la relativa attività di monitoraggio.

¹²¹ Ai sensi dell’articolo 12 del Regolamento (UE) 2020/1503

¹²² Ai sensi dell’articolo 17 del medesimo Regolamento.

La Banca d'Italia è, invece, competente ad assicurare l'osservanza degli obblighi imposti dal regolamento in materia di adeguatezza patrimoniale, contenimento del rischio e di partecipazioni detenibili, informativa da rendere al pubblico sulle stesse materie; governo societario e requisiti generali di organizzazione e di continuità dell'attività; organizzazione amministrativa e contabile, controlli interni, sistemi di remunerazione e incentivazione; requisiti dei partecipanti al capitale del fornitore di servizi di *crowdfunding* che detengono almeno il 20 per cento del capitale o dei diritti di voto e di requisiti delle persone fisiche responsabili della gestione del fornitore; verifiche antiriciclaggio nei confronti dei titolari di progetti, indicate dall'articolo 5 del Regolamento europeo.

Si prevede, inoltre, che la Banca d'Italia e la Consob, per l'esercizio delle competenze e dei poteri loro attribuiti, operino in modo coordinato anche al fine di ridurre al minimo gli oneri gravanti sui fornitori di servizi di *crowdfunding*, a tal fine stipulando anche protocolli d'intesa o modificando quelli esistenti e dandosi reciproca comunicazione dei provvedimenti assunti e delle irregolarità rilevate nell'esercizio dell'attività di vigilanza.

Il comma 12 dell'articolo 1 del decreto stabilisce poi l'applicazione della disciplina della segnalazione delle eventuali violazioni ossia il c.d. *Whistleblowing* (regolato dagli artt. 4-undecies e 4-duodecies, commi 1, 2 e 2-bis) ai fornitori di servizi di servizi di *crowdfunding*.

Altra modifica, è quella apportata al già analizzato art. 100-ter del TUF, rubricato “Offerte di *crowdfunding*”, il quale prevede che le quote di partecipazione in società

a responsabilità limitata possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*.

Viene, inoltre, ampliato l'ambito oggettivo delle offerte di *crowdfunding*, ora¹²³ costituito da prestiti, valori mobiliari e "altri strumenti ammessi", emessi da titolari di progetti o società veicolo.

Pur volendo riconoscere un potenziale pregio ad un sistema così strutturato (in particolare per la semplicità che, talvolta, manca nella regolamentazione interna), il Regolamento lascia parte della dottrina insoddisfatta sia per il grado di tutela riservata agli investitori¹²⁴, sia per l'aver reintrodotto concezioni e schemi che sembravano superati con l'introduzione della MiFID II¹²⁵.

Il regolamento non sembra aver bilanciato correttamente i vari interessi in gioco e, pertanto, non sembra aver fornito una disciplina in grado di cristallizzare il quadro normativo¹²⁶.

6. Mercati azionari: L'Euronext Growth Milan

¹²³ Non più limitato ai soli strumenti finanziari emessi dalle PMI, dalle imprese sociali e dagli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) o altre società di capitali che investono prevalentemente in PMI.

¹²⁴ I limiti quantitativi posti agli investimenti che possono effettuare i singoli investitori, infatti, non precludono altri investimenti. Nel caso di superamento, sarà sufficiente la mera manifestazione del consenso da parte dell'investitore, a seguito di apposita avvertenza circa i rischi effettuata dal gestore del portale.

¹²⁵ "Il riferimento è naturalmente alla costruzione di un modello di tutela essenzialmente basato sulla trasparenza (rectius sulla statuizione di specifici doveri di disclosure), anziché sulla verifica della adeguatezza dell'investimento ovvero sulla coerenza e/o plausibilità dello stesso rispetto al profilo ascrivibile al risparmiatore *retail*." Così DONATIVI V., in Trattato delle Società, Tomo III, 2022

¹²⁶ DONATIVI V., Il Trattato delle Società – Tomo III, 2022

Il mercato azionario è storicamente dedicato ad imprese di grandi dimensioni che intendono reperire ingenti capitali attraverso la quotazione delle proprie azioni. Nel tempo sono nate altre sedi di negoziazione che si affiancano ai mercati regolamentati e risultano più flessibili e più aperte ad imprese di dimensioni più ridotte. Sono nati così, i sistemi multilaterali di negoziazione (*Multilateral Trading Facilities*– MTF), ossia sistemi di negoziazione alternativi ai mercati regolamentati di tipo multilaterale il cui esercizio è riservato ad imprese di investimento, banche e gestori dei mercati regolamentati. Nello specifico, la MiFID II definisce all’art. 4, par. 1, n. 22, il sistema multilaterale di negoziazione come *“il sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente al titolo II della presente direttiva”*¹²⁷. Le PMI che intendono reperire capitale di rischio possono così, in alternativa al *crowdfunding*, accedere a sistemi multilaterali di negoziazione creati “su misura” sulla struttura delle piccole e medie imprese e pensati per finanziare la crescita grazie ad un approccio regolamentare equilibrato.

Le imprese innovative trovano, talvolta, delle limitazioni o dei divieti in ordine al collocamento di titoli azionari nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione. Per definizione, infatti, la startup innovativa è *«la società di capitali costituita anche in forma cooperativa, le cui azioni o quote rappresentative*

¹²⁷ Definizione coincidente con quella del TUF che, all’art. 1, comma 5-*octies*, lett. a), lo definisce, appunto, come *“un sistema multilaterale gestito da un’impresa di investimento o da un gestore del mercato che consente l’incontro, al suo interno e in base a regole non discrezionali, di interessi multipli di acquisto e di vendita di terzi relativi a strumenti finanziari, in modo da dare luogo a contratti conformemente alla parte II e alla parte III”*

del capitale non sono quotate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione»¹²⁸, e la PMI innovativa, invece, è una PMI (secondo la definizione contenuta nella raccomandazione 2003/361/CE) che, tra i vari requisiti, non deve avere azioni quotate in un mercato regolamentato¹²⁹.

Ciò è sufficiente per escludere l'accesso delle startup innovative che vogliono reperire capitale di rischio sia ai mercati regolamentati sia agli MTF, a prescindere dalla forma societaria adottata. Alle PMI innovative, invece, è precluso solo l'accesso ai mercati regolamentati, potendo queste avere, invece, quote o azioni negoziate in MTF¹³⁰. Infine, per le PMI non innovative non vi sono divieti normativi *ad hoc*.

In Italia, l'operatore di riferimento che si occupa dell'organizzazione, della gestione e del funzionamento dei diversi mercati è Borsa Italiana s.p.a. che da aprile 2021 fa parte del Gruppo *Euronext*. Il mercato principale è l'*Euronext Milan* (ex MTA), mercato dedicato alle imprese di media e grande capitalizzazione. Oltre ad esso, esistono segmenti specifici, quali:

- *Star*, "sottoinsieme" di *Euronext Milan* dedicato alle imprese che aderiscono a stringenti requisiti in termini di governance, trasparenza e liquidità;

¹²⁸ Art. 25, co 2, d.l.179/2012

¹²⁹ Art. 4, co 1, lett. c) d.l.3/2015

¹³⁰ L'accesso ai mercati regolamentati o ai sistemi multilaterali di negoziazione non è tanto vietato, quanto piuttosto è causa dell'eventuale perdita dei requisiti richiesti ai fini della classificazione dell'impresa come startup o PMI innovativa, con la conseguente disapplicazione delle regole di favore previste per tali imprese.

- *Euronext Growth Milan* (EGM, ex AIM Italia), sistema multilaterale di scambio dedicato a PMI in fase di forte crescita e caratterizzato da un percorso di quotazione più snello.

Tale ultimo segmento è quello di nostro interesse proprio perché, come si evince dalla denominazione medesima, è il segmento dedicato alle imprese in fase di *growth* (crescita).

Si tratta, appunto, di un sistema multilaterale di negoziazione dedicato principalmente alla quotazione e negoziazione di strumenti finanziari azionari non complessi emessi da piccole e medie imprese e da società ad alto potenziale di crescita (Borsa Italiana, Glossario). Esso si caratterizza, infatti, per la mancanza di una capitalizzazione di mercato minima richiesta per accedervi e per una percentuale alquanto bassa di flottante pari al 10% che deve essere detenuto da almeno 5 investitori istituzionali.

La disciplina dell'*Euronext Growth Milan* è contenuta in vari Regolamenti che si articolano come segue:

- Disposizioni generali per l'*Euronext Growth Milan*;
- Regolamento Emittenti;
- Regolamento *Euronext Growth Advisor*;
- Regolamento degli Operatori e delle negoziazioni;

In particolare, vengono posti vari obblighi informativi e requisiti che devono essere rispettati dagli emittenti per poter essere ammessi.

Ai sensi dell'art. 1, Parte I del Regolamento emittenti deve essere nominato un *Euronext Growth Advisor*, che deve essere mantenuto in via continuativa. Il suo ruolo è poi specificato nel Regolamento *Euronext Growth Advisor* e consiste, in breve, nella valutazione dell'appropriatezza dell'emittente all'ammissione sul mercato in questione nella fase di pre-ammissione e, successivamente alla quotazione, nell'assistenza e supporto all'assolvimento dei compiti e delle responsabilità in capo all'emittente durante la permanenza nel mercato. Tale soggetto è di fondamentale importanza per il *Euronext Growth Milan*, svolgendo questi il compito di garantire il buon funzionamento, l'integrità e la reputazione del mercato, attraverso un'azione continua di assistenza e supporto nei confronti delle aziende. Gli *Advisor* sono autorizzati da Borsa Italiana e devono essere iscritti presso apposito registro.

Il regolamento emittenti disciplina, poi, la domanda di ammissione, prevedendo una serie di documenti ed informazioni che devono essere fornite dall'impresa che intende essere ammessa. In particolare, deve essere presentata una "Comunicazione di pre-ammissione", almeno dieci giorni di mercato aperto prima della data di ammissione. Qualora si tratti di emittente quotato su un Mercato Designato¹³¹, tale

¹³¹ L'emittente le cui azioni sono state negoziate in un Mercato Designato negli ultimi 18 mesi prima di chiedere l'ammissione su *Euronext Growth Milan*, che possieda una capitalizzazione di mercato di almeno 10 milioni €.

Per Mercato Designato si intende qualsiasi Mercato Regolamentato o Mercato di Crescita per le PMI, di tipo azionario;

i mercati extra-UE riconosciuti dalla Consob ai sensi dell'articolo 70 del Testo Unico della Finanza o i Mercati Regolamentati riconosciuti ai sensi dell'ordinamento comunitario² a condizione che al momento dell'ammissione iniziale alla negoziazione sia prevista la pubblicazione di informazioni almeno equivalenti a quelle indicate dall'articolo 33, comma 3 lettera c) della direttiva 2014/65. Tale valutazione di equivalenza è effettuata da Borsa Italiana che pubblica altresì il relativo elenco dei mercati che rispettano tale condizione.

comunicazione, assieme ad un “supplemento”, deve essere almeno venti giorni di mercato aperto prima della prevista data di ammissione.

La comunicazione di pre-ammissione deve contenere le seguenti informazioni (Scheda Uno, Regolamento emittenti): (i) denominazione sociale; (ii) paese di appartenenza; (iii) indirizzo della sede legale e, se differente, la sede operativa dell’attività; (iv) sito web presso il quale saranno reperibili le informazioni previste all’articolo 26; (v) una sintetica descrizione del suo business (inclusi il principale paese in cui è operativo) o nel caso di società di investimento, dettagliate informazioni sulla sua politica di investimento; (vi) numero e categoria di strumenti finanziari per i quali chiede l’ammissione; (vii) ammontare del capitale che verrà raccolto all’ammissione, ove applicabile, e la presumibile capitalizzazione di mercato al momento dell’ammissione; (viii) percentuale degli strumenti finanziari *Euronext Growth Milan* diffusi fra il pubblico e numero totale degli azionisti al momento dell’ammissione (per quanto noto all’emittente); (ix) intervallo di prezzo indicativo all'interno del quale verrà individuato il prezzo finale degli strumenti finanziari ovvero il prezzo definitivo, appena disponibile; (x) i nomi e le deleghe degli amministratori e dei sindaci in carica e degli amministratori e dei sindaci proposti. (xi) per quanto noto, il nome di tutti gli azionisti significativi prima e dopo l’ammissione, assieme alla percentuale detenuta da tali soggetti; (xii) la data di riferimento prevista per la chiusura del bilancio, la data alla quale sono riferite le informazioni finanziarie e le date entro cui deve pubblicare i primi tre documenti finanziari richiesti agli articoli 18 e 19; (xiii) la data prevista di ammissione; (xiv) nome e indirizzo del *Euronext Growth Advisor* e dello specialista; (xv) indicazione

di dove verrà reso disponibile il documento di ammissione (salvo che si tratti di un emittente quotato su un Mercato Designato).

L'emittente deve, inoltre, fornire un documento di ammissione e, laddove esistente, l'ultimo bilancio o rendiconto annuale sottoposto a revisione legale completa. Tale documento deve essere messo a disposizione del pubblico, gratuitamente.

Un emittente quotato su un Mercato Designato non è tenuto a produrre un documento di ammissione a meno che non sia obbligato a pubblicare un prospetto, ai sensi della normativa applicabile, in relazione agli strumenti finanziari di cui chiede l'ammissione.

Il documento di ammissione deve contenere le seguenti informazioni elencate alla Scheda 2 del Regolamento Emittenti, eccetto qualora l'emittente abbia predisposto un Prospetto ai sensi della normativa Prospetto. In tal caso il documento di ammissione sarà sostituito dal Prospetto e bisognerà fornire delle informazioni aggiuntive (c.d. Supplemento) contenute dalla lettera c) alla lettera i) della Scheda 2.

L'emittente dovrà poi consegnare la domanda di ammissione, il documento di ammissione, la dichiarazione dell'*Euronext Growth Advisor* e la dichiarazione degli amministratori riguardo la completezza del documento di ammissione e della veridicità delle informazioni in esso contenute, entro 3 giorni di mercato aperto prima della data di ammissione; l'emittente deve poi effettuare il pagamento dei corrispettivi *Euronext Growth Milan*. La decorrenza dell'ammissione è stabilita con apposito Avviso pubblicato da Borsa Italiana.

In capo all'emittente sorgono anche degli obblighi in tema di governo societario individuati dall'art. 6 bis Parte I:

- Deve esservi almeno un amministratore indipendente¹³², scelto tra individui precedentemente individuati o positivamente valutati dall'*Euronext Growth Advisor*;
- L'emittente deve avere e mantenere nella propria struttura organizzativa un soggetto professionalmente qualificato (investor relations manager) che si occupi specificamente della gestione dei rapporti con gli investitori, anche in via non esclusiva.
- Gli amministratori devono essere in possesso di requisiti di onorabilità di cui all'articolo 147- quinquies del TUF:
- I sindaci devono essere in possesso dei requisiti di professionalità e onorabilità di cui all'articolo 148, comma 4, del TUF e professionalità;

L'art. 6 bis, disciplina, inoltre, l'offerta pubblica di acquisto, stabilendo che l'emittente debba inserire nello statuto delle previsioni in tema di offerta pubblica di acquisto o di revoca come indicato nella Scheda Sei del Regolamento con l'ulteriore specificazione che, se quanto richiesto da tale scheda dovesse subire delle variazioni, le previsioni dovranno essere modificate e adeguate alla prima occasione utile.

¹³² Un soggetto in possesso dei requisiti di indipendenza stabiliti per i sindaci dall'articolo 148, comma 3 del TUF (analogamente alla definizione rilevante per le società quotate sui mercati regolamentati a norma dell'articolo 147-ter, comma 4 del TUF) scelto dagli azionisti tra i candidati che siano stati preventivamente individuati o valutati positivamente dal *Euronext Growth Advisor*. In luogo di tale definizione, l'emittente può far riferimento ad altra definizione prevista in uno dei Codici di autodisciplina in tema di governo societario esistenti per le società di capitali che preveda requisiti di indipendenza almeno equivalenti a quelli dell'articolo 148, comma 3, del Testo unico, a prescindere dalla circostanza che l'emittente abbia o meno aderito a tale Codice.

L'emittente è poi tenuto a fornire a Borsa Italiana ulteriori informazioni dal momento in cui i propri strumenti finanziari vengono quotati sull'*Euronext Growth Milan*. Si tratta di informazioni inerenti a (i) operazioni significative e con parti correlate; (ii) operazioni di reverse take-over; (iii) operazioni di cessione che comportino cambiamenti sostanziali del business; (iv) informativa societaria (calendario degli eventi societari; delibere di approvazione del bilancio di esercizio e della proposta di destinazione dell'utile; dimissioni, revoca o nomina di un amministratore; perdita dei requisiti di indipendenza dell'amministratore indipendente, perdita dei requisiti di onorabilità e professionalità degli amministratori e dei sindaci; rinuncia o revoca dell'incarico da parte dell'investor relations manager; modifica della denominazione sociale; rinuncia o revoca dell'incarico all'*Euronext Growth Advisor* o allo specialista; ammissione alle negoziazioni o revoca dalle stesse degli strumenti finanziari quotati sul mercato EGM presso qualsiasi altro mercato o piattaforma di trading, qualora la domanda di ammissione o revoca derivi da domanda specifica dell'emittente; cambiamenti sostanziali riguardo gli assetti proprietari; informazioni necessarie affinché gli azionisti possano esercitare i propri diritti; informazioni tecniche necessarie al funzionamento del mercato; modalità di messa a disposizione del pubblico di ogni documento messo a disposizione dei titolari di strumenti finanziari negoziati sul mercato EGM); (v) pubblicazione della relazione semestrale entro 3 mesi dalla data di chiusura del semestre e contestuale comunicazione al pubblico; (vi) pubblicazione del bilancio di esercizio, del bilancio consolidato o rendiconto annuale, sottoposti a revisione legale; (vii) operazioni sul capitale e sulle azioni proprie.

Il Regolamento Emittenti prevede che l'emittente debba dare incarico ad un SDIR¹³³ per la corretta e tempestiva comunicazione di tutte le informazioni richieste dal regolamento e deve assicurarsi che le informazioni fornite non siano fuorvianti, false o ingannevoli e non omettano nulla che possa influenzare la rilevanza di tali informazioni.

All'interno dell'*Euronext Growth Milan* vi è anche un Segmento *Professionale*, alle cui negoziazioni sono ammessi solo investitori professionali. Tale segmento prevede condizioni di ammissione e permanenza più semplificate ed è raccomandato per società che vogliano accedere al mercato con maggior gradualità, con la possibilità di separare la fase di ammissione da quella di raccolta di capitali, o che vogliano ammettere alla negoziazione strumenti più complessi. Esso accoglie quelle società che hanno iniziato la commercializzazione dei propri prodotti/servizi da meno di 1 anno e/o devono ancora avviare le principali funzioni/processi strategici previsti dal modello di business.

Da un punto di vista regolamentare, il segmento professionale adotta, come detto, un approccio più flessibile rispetto al segmento standard, semplificando la burocrazia e l'accesso al mercato per gli emittenti. In particolare, a differenza dell'EGM, l'emittente che intenda accedere al Segmento *Professionale* non dovrà necessariamente nominare un amministratore indipendente, né è necessario che vi sia un Investor relations manager o un *Global Coordinator*. Inoltre, il flottante

¹³³ Servizio per la Diffusione dell'Informativa Regolamentata che provvede alla diffusione delle informazioni al pubblico ai sensi della normativa Consob.

(sempre pari ad almeno il 10%¹³⁴), può essere detenuto anche da investitori non necessariamente professionali.

Come anticipato, in tale segmento la negoziazione è consentita solo a investitori professionali e viene realizzata ad un prezzo unico giornaliero per lotti minimi di € 5.000.

La regolamentazione di dei sistemi appena analizzati è caratterizzata, pertanto, da una semplificazione delle negoziazioni degli strumenti finanziari emessi dalle PMI, così agevolandone l'accesso anche a tale tipologia di imprese. In senso opposto, va peraltro considerata la applicabilità della normativa europea sugli abusi di mercato (Regolamento UE 596/2014 – *Market Abuse Regulation* – *MAR*), senza che, tuttavia, siano stati previsti opportuni (se non necessari) adeguamenti alle ridotte dimensioni delle imprese che hanno accesso a tali mercati.

7. Mercati obbligazionari: *ExtraMot Pro* e *ExtraMot Pro Cube*

Il legislatore, nel prevede una disciplina che consentisse alle PMI di reperire capitale di debito e che ne agevolasse le modalità di funzionamento, non ha trascurato la circostanza che l'efficacia del mercato di capitali dipende anche dalla liquidità dei titoli emessi, che a sua volta dipende dallo sviluppo di un mercato secondario. Per tale ragione, quasi contestualmente all'introduzione dei *minibond*, Borsa Italiana s.p.a. ha introdotto nuovi sistemi multilaterali di negoziazione

¹³⁴ Se il flottante risulta compreso nell'intervallo 2-10%, Borsa Italiana consente l'ammissione ma dispone la contestuale sospensione e, se dopo 2 anni il requisito non viene soddisfatto, procede alla revoca della quotazione sul segmento professionale.

riservati agli investitori professionali per il reperimento di capitale di debito. Nello specifico, nel 2013 è nato il segmento *ExtraMot Pro*, accessibile dalle società non quotate e, successivamente, nel 2019 è nato il segmento *ExtraMot Pro Cube* (o anche *ExtraMot Pro3*), dedicato specificatamente all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte delle PMI per valori inferiori a 50 milioni di euro.

Le limitazioni che incontrano le imprese innovative nell'accesso ai mercati regolamentati e ai sistemi multilaterali di negoziazione di cui si è trattato al paragrafo precedente non trovano applicazione, invece, qualora si tratti di mercati in cui vengono negoziati titoli di debito, come appunto i segmenti *ExtraMot Pro* e *ExtraMot Pro Cube*.

Il primo segmento offre flessibilità e condizioni favorevoli sia agli investitori professionali sia alle società che desiderano entrare nel mercato dei capitali. Pertanto, la quotazione su *ExtraMot Pro* è semplificata rispetto al mercato *ExtraMot* (aperto anche agli investitori *retail*). Trattandosi di un sistema multilaterale di negoziazione e quindi accessibile esclusivamente agli investitori professionali, non è soggetto alla Direttiva Prospetto UE. Gli unici requisiti per le società, infatti, sono l'aver pubblicato il bilancio degli ultimi due esercizi, di cui l'ultimo sottoposto a revisione contabile e l'aver messo a disposizione un documento informativo con alcune informazioni essenziali. Successivamente alla quotazione è richiesta “*la pubblicazione di bilanci annuali revisionati, dei giudizi di rating se pubblici, l’informativa relativa a qualsiasi modifica dei diritti dei portatori degli strumenti, ed eventuali informazioni di carattere tecnico legate alle caratteristiche degli strumenti (es. date di pagamento degli interessi, cedole, piani di ammortamento)*”.

L'*ExtraMot Pro Cube* è una sede di negoziazione rientrante nella categoria dei sistemi di scambi organizzati di cui all'art. 1, comma 5-bis.1, TUF, accessibile ai soli investitori professionali e dedicata all'emissione di obbligazioni o titoli di debito da parte di società non quotate su mercati regolamentati, PMI¹³⁵ o aventi un valore di emissione inferiore a 50 milioni di euro.

Gli strumenti finanziari ammessi alla negoziazione sono (i) obbligazioni e altri titoli di debito comprese le cambiali finanziarie e le obbligazioni contenenti clausole di partecipazione agli utili d'impresa e di subordinazione di cui al d.l. 83/2012; (ii) i *project bonds* e gli *infrastructure bonds*; (iii) *green bonds* e/o *social bonds* laddove un soggetto terzo certifichi la natura ambientale e/o sociale dei progetti oggetto di finanziamento attraverso l'emissione di tali strumenti finanziari; (iv) le obbligazioni convertibili, se le azioni che derivano dalla conversione sono negoziate in un mercato regolamentato; (v) gli strumenti finanziari emessi in relazione ad operazioni di cartolarizzazione.

Gli emittenti possono essere società di capitali (società per azioni e società a responsabilità limitata), società cooperative, mutue assicuratrici o enti, inclusi gli enti locali o società da questi controllate ai sensi dell'art. 2359 c.c., laddove si tratti di società non quotate presso mercati regolamentati oppure di piccole e medie imprese oppure aventi un valore di emissione inferiore a 50 000 000 di euro.

Gli strumenti finanziari (i) devono essere liberamente trasferibili e idonei alla liquidazione; (ii) non devono essere sottoscritti e/o acquistati interamente da soci.

¹³⁵ L'emittente è considerato una piccola e media impresa se, in base al più recente bilancio annuale o consolidato, rispetta almeno due dei tre seguenti criteri: un numero medio di dipendenti inferiore a 250 nel corso dell'esercizio, un totale di bilancio non superiore a 43 000 000 EUR e un fatturato annuo netto non superiore a 50 000 000 EUR

È necessario, inoltre, che:

- Sia stato pubblicato un prospetto redatto conformemente all'Allegato 7, 9, 15 e 19 del Regolamento Delegato 2019/980/UE oppure un Prospetto UE della Crescita ai sensi dell'articolo 15 del Regolamento 2017/1129/UE non più di dodici mesi prima dell'ammissione alle negoziazioni sul sistema oppure per le quali l'emittente renda disponibile un documento contenente le informazioni specificate nelle linee guida Sec. 10 o il documento di offerta di cui all'articolo 102 del Testo Unico della Finanza:
- Sia stato pubblicato e depositato, conformemente al diritto nazionale, il bilancio anche consolidato dell'ultimo esercizio annuale sottoposto a revisione legale ai sensi del d.lgs. n. 39 del 27 gennaio 2010 salvo diversa normativa di settore applicabile.

Borsa Italiana può subordinare l'ammissione degli strumenti finanziari a qualsiasi condizione particolare relativa allo strumento finanziario, potendo esercitare discrezionalità nell'ammettere alla negoziazione. Essa può, inoltre, rifiutare la domanda di ammissione alla negoziazione tenuto conto, tra l'altro, delle caratteristiche dello strumento finanziario, delle caratteristiche dell'operazione e delle relative condizioni di liquidità del mercato dove lo strumento finanziario è negoziato.

Con l'introduzione della possibilità di negoziare strumenti di debito, si è arricchito il sistema dei *minibond*, in una duplice prospettiva. Il *crowdfunding*, che inizialmente era riservato al reperimento del solo capitale di rischio, è stato successivamente esteso anche al reperimento di capitale di debito. Le piattaforme di *crowdfunding* possono così, da un lato prevedere meccanismi e collegamenti

diretti tra la piattaforma stessa e la successiva ammissione dei titoli nel segmento *ExtraMot Pro Cube*, seguendo in tal modo la società emittente sia nella fase del collocamento iniziale, sia nella fase, successiva, di quotazione. Da altro lato, il nuovo art. 25 bis del Regolamento sui portali online, prevede la possibilità di negoziare titoli oggetto di offerte già concluse con successo nell'ambito di una campagna di raccolta di capitali svolta sul medesimo portale, tramite l'istituzione di apposita sezione dedicata.

CAPITOLO TERZO

FINANZA SOSTENIBILE.

SOMMARIO: *1. Premessa. 2. Quadro internazionale. 3. Contesto europeo. 3.1 Dalla NFRD alla CSRD. 3.2 Regolamento SFDR. 3.3 Regolamento Tassonomia. 3.4 Direttiva CSDD. 4. E nelle PMI e startup innovative?*

1. Premessa.

Negli ultimi anni il tema della sostenibilità è divenuto di centrale importanza non solo in Italia ma in tutto il globo. La sostenibilità, declinata in ogni sua sfaccettatura, è divenuta oggetto di numerosi studi ed interventi, essendosi innalzata a condizione imprescindibile non per il funzionamento del Pianeta, ma quale condizione di esistenza dello stesso.

Ad oggi, neanche il mondo dei mercati finanziari e degli investimenti può prescindere dalla sostenibilità, che ha avuto un ruolo da protagonista nel guidare gli interventi regolamentari. Non si può non rilevare, infatti, come i modelli imprenditoriali siano sempre più orientati verso il soddisfacimento di interessi diversi da quelli degli investitori e degli azionisti, essendo spinti dall'obiettivo di ridurre o evitare impatti negativi e generarne di positivi anche sull'ambiente, sulla società e sugli stakeholders¹³⁶. La finanza sostenibile è la finanza che tiene conto

¹³⁶ GIAKOUMELOU, RANDAZZO, SALVI, ESG e M&A, Normativa, operazioni, premi per il controllo, Giuffrè, 2023, 41

anche di ulteriori fattori di tipo ambientale (Environmental), sociale (Social) e di governo societario (Governance), i c.d. ESG, nel processo decisionale di investimento, veicolando i capitali verso attività e progetti sostenibili a più lungo termine¹³⁷. La finanza sostenibile è dunque l'applicazione del concetto di sviluppo sostenibile all'attività finanziaria¹³⁸.

A livello internazionale, è definita come un approccio all'investimento che tiene conto di fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nella composizione e gestione del portafoglio¹³⁹. A livello europeo, è invece definita con riferimento a due imperativi¹⁴⁰: (i) spingere la finanza a contribuire a una crescita sostenibile e inclusiva e alla mitigazione del cambiamento climatico; (ii) rafforzare e rendere più stabile il sistema finanziario, attraverso l'inclusione dei fattori ESG nel processo decisionale di investimento. L'unione europea tende a promuovere servizi finanziari che incorporino i fattori ESG nelle pratiche di mercato e nei prodotti finanziari, orientati ad investimenti di lungo periodo, con la concezione che il valore degli investimenti sostenibili si realizza nel e con il tempo.

È evidente un cambio di visione rispetto alla finanza tradizionale, in cui l'attenzione non è più esclusivamente o comunque prevalentemente sul capitale finanziario,

¹³⁷ Più specificamente, le considerazioni ambientali si riferiscono alla mitigazione e all'adattamento ai cambiamenti climatici, nonché all'ambiente in generale e ai rischi correlati. Le considerazioni sociali possono riferirsi a questioni di disuguaglianza, inclusione, rapporti di lavoro, investimenti in capitale umano e comunità. Le considerazioni ambientali e sociali sono spesso intrecciate, in quanto soprattutto i cambiamenti climatici possono esacerbare i sistemi di disuguaglianza esistenti. La *governance* delle istituzioni pubbliche e private, comprese le strutture di gestione, i rapporti con i dipendenti e la remunerazione dei dirigenti, svolge un ruolo fondamentale nel garantire l'inclusione di considerazioni sociali e ambientali nel processo decisionale.

¹³⁸ <https://economiepertutti.bancaditalia.it/informazioni-di-base/finanza-sostenibile/>

¹³⁹ *Global Sustainable Investment Alliance*, che non distingue tra finanza sostenibile e altri concetti affini, come finanza responsabile o finanza socialmente responsabile, approcci collettivamente denominati finanza SRI (Socially Responsible Investing).

¹⁴⁰ *High-Level Expert Group on sustainable finance*

focalizzandosi adesso anche sul capitale naturale e sociale, con una prospettiva di lungo termine dell'investimento. Ne risulta un cambiamento che inevitabilmente interessa tutte le componenti del sistema economico, partendo dal sistema finanziario ma coinvolgendo anche famiglie, imprese e pubblica amministrazione. Dalla tradizionale visione legata alla *Corporate Social Responsibility*, ci si stia evolvendo verso un sistema in cui la sostenibilità rappresenta un elemento non relegato ad una dimensione prettamente volontaristica, bensì sempre più ancorato a processi di misurazione delle performance ESG¹⁴¹.

Partendo da tali premesse, verrà svolta un'analisi delle principali disposizioni che — sia direttamente che indirettamente — cercano di definire i contorni normativi della sostenibilità.

2. Quadro internazionale

La Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente e lo Sviluppo (*United Nations Conference on Environment and Development*, UNCED), nota anche come "*Earth Summit*", si è tenuta a Rio de Janeiro nel 1992, in occasione del 20° anniversario della prima Conferenza sull'ambiente umano tenutasi a Stoccolma, in Svezia, nel 1972.

Questa conferenza ha riunito leader politici, diplomatici, scienziati, rappresentanti dei media e delle ONG di 179 Paesi per uno sforzo massiccio volto a focalizzare

¹⁴¹ COMOLI, BAVAGNOLI e FILI, Il comparto della finanza e gli investimenti sostenibili, in *Sostenibilità, impresa e stakeholder: profili manageriali, finanziari e operativi del bilancio sostenibile*, 317

l'attenzione sull'impatto delle attività socioeconomiche umane sull'ambiente. Essa ha evidenziato come i diversi fattori sociali, economici e ambientali siano interdipendenti e si evolvano insieme, e come il successo in un settore richieda un'azione in altri settori per essere sostenuto nel tempo. L'obiettivo principale del "*Earth Summit*" di Rio è stato quello di produrre un'ampia agenda e un nuovo schema per l'azione internazionale sui temi dell'ambiente e dello sviluppo, che contribuisse a guidare la cooperazione internazionale e la politica di sviluppo nel ventunesimo secolo. A tale conferenza bisogna attribuire il merito di aver elaborato ed analizzato concetti all'avanguardia per l'epoca, avendo riconosciuto che l'integrazione e il bilanciamento delle preoccupazioni economiche, sociali e ambientali nel soddisfare i nostri bisogni è vitale per sostenere la vita umana sul pianeta e che tale approccio integrato è possibile. La conferenza ha anche riconosciuto che l'integrazione e il bilanciamento delle dimensioni economica, sociale e ambientale richiedono nuove percezioni del modo in cui produciamo e consumiamo, del modo in cui viviamo e lavoriamo e del modo in cui prendiamo le decisioni. Questo concetto era appunto rivoluzionario per i tempi e ha dato vita a un vivace dibattito all'interno dei governi e tra i governi e i loro cittadini su come garantire la sostenibilità dello sviluppo.

Uno dei principali risultati della Conferenza UNCED fu l'Agenda 21, un programma d'azione che chiedeva nuove strategie per investire nel futuro e raggiungere uno sviluppo sostenibile globale nel XXI secolo. Le sue raccomandazioni spaziavano da nuovi metodi di educazione a nuovi modi di preservare le risorse naturali e a nuovi modi di partecipare a un'economia sostenibile.

L'*Earth Summit* ha ottenuto molti risultati importanti: la Dichiarazione di Rio e i suoi 27 principi universali, la Convenzione quadro delle Nazioni Unite sui cambiamenti climatici (UNFCCC), la Convenzione sulla diversità biologica e la Dichiarazione sui principi della gestione forestale. L'*Earth Summit* ha portato anche alla creazione della Commissione sullo sviluppo sostenibile, all'organizzazione della prima conferenza mondiale sullo sviluppo sostenibile dei piccoli Stati insulari in via di sviluppo nel 1994 e ai negoziati per l'istituzione dell'accordo sugli stock transnazionali e sugli stock ittici altamente migratori.

Successivamente, anche l'ONU ha riscontrato la necessità di intervenire per incoraggiare la responsabilità degli investitori e contribuire allo sviluppo della finanza sostenibile. Dunque, nel 2005, l'allora Segretario Generale, Kofi Annan, convocò i più grandi investitori del mondo, che furono sollecitati ad elaborare dei principi in materia di investimenti sostenibili. Venti investitori accettarono di collaborare, giungendo alla preparazione di sei principi¹⁴², presentati l'anno successivo alla Borsa di New York, noti con il nome di *Principles for Responsible Investing* (PRI).

I PRI sono, dunque, supportati dalle Nazioni Unite insieme con il Global Compact¹⁴³ e riflettono la crescente importanza delle tematiche ESG nelle pratiche

¹⁴² Principle 1: We will incorporate ESG issues into investment analysis and decision-making processes.

Principle 2: We will be active owners and incorporate ESG issues into our ownership policies and practices.

Principle 3: We will seek appropriate disclosure on ESG issues by the entities in which we invest.

Principle 4: We will promote acceptance and implementation of the Principles within the investment industry.

Principle 5: We will work together to enhance our effectiveness in implementing the Principles.

Principle 6: We will each report on our activities and progress towards implementing the Principles.

¹⁴³ Importante iniziativa internazionale lanciata su proposta del Segretario Generale Annan nell'ambito del World Economic Forum del 1999, occasione in cui, come accennato, erano stati già adottati dieci principi relativi alla tutela dell'ambiente, dei diritti umani, del lavoro e alla lotta alla

di investimento. I sei PRI sono volontari ed aspirazionali, per cui non hanno carattere vincolante, ed inoltre offrono un ventaglio di possibili azioni per l'approccio alle tematiche ESG.

Inoltre, il PRI opera come organizzazione composta da circa 3000 firmatari che si impegnano a promuovere l'integrazione e l'implementazione dei criteri ESG nelle politiche di investimento, lavorando con diverse aziende e investitori per sostenere la sostenibilità ambientale, sociale e della *governance*, svolgendo attività collaborative, ricerca sugli strumenti etici per gli investitori e utilizza il *PRI Reporting Framework* per garantire la trasparenza e *l'accountability* nell'organizzazione. Il PRI ha anche un'*Academy* che fornisce formazione professionale agli investitori. Le imprese stanno adottando sempre più codici etici aziendali per promuovere la responsabilità e l'adozione delle *best practices*. Il PRI ha anche promosso un progetto quadriennale con UNEP-FI per incoraggiare gli investitori a considerare i criteri ESG nelle decisioni di investimento.

Esso ha obiettivi che coprono i fattori ESG, tra cui la tutela dell'ambiente con iniziative di deforestazione e sostenibilità dell'olio di palma. Si occupa anche della biodiversità e delle problematiche sociali, come la corruzione, la concussione e i diritti umani. Inoltre, collabora con aziende per garantire il rispetto dei diritti umani e per prevenire la schiavitù minorile.

corruzione, con l'obiettivo di generare una solida cooperazione tra gli stakeholder per lo sviluppo di una "globalizzazione sostenibile".

Per quanto riguarda la *governance*, il Consiglio del PRI definisce le strategie e le missioni dell'organizzazione. Viene promossa l'integrazione dei fattori ESG nella retribuzione dei dirigenti e affrontata l'elusione fiscale.

Le tematiche ESG hanno ricevuto attenzione anche con “*The 2030 Agenda for Sustainable Development*”, adottata nel 2015 da tutti gli Stati membri delle Nazioni Unite. Questa Agenda è un piano d'azione per le persone, il pianeta e la prosperità, fornendo un quadro di riferimento per le politiche degli Stati membri per un periodo di 15 anni.

Gli SDG sono stati adottati ufficialmente al vertice delle Nazioni Unite di New York a settembre e sono diventati applicabili a partire da gennaio 2016. La scadenza degli SDGS è il 2030 per cui siamo più o meno a metà strada tra il momento in cui sono stati presentati (2015) e il momento in cui il mondo spera di raggiungere gli obiettivi nel 2030. Gli SDGs sono 17 e possono essere raggruppati in cinque aree tematiche (le 5P): Persone (Obiettivi 1-7), Prosperità (Obiettivi 8-12), Pianeta (Obiettivi 13-15); Pace (Obiettivi 16-17), Partnership (Obiettivi 16-17).

Tra le varie aree vi sono la garanzia di accesso all'acqua potabile e ai servizi igienici, la riduzione delle disuguaglianze e la fornitura di energia pulita e a prezzi accessibili.

Il cambiamento climatico è affrontato esplicitamente nell'SDG13 (intraprendere azioni urgenti per combattere il cambiamento climatico e i suoi impatti) ed è trasversale ad altri SDG. Il cambiamento climatico è un cambiamento globale e anche una priorità globale, ed è stato riconosciuto come una delle maggiori minacce e opportunità per la salute globale nel ventunesimo secolo (Verneret al.2016). In

questo caso, le esigenze di ricerca sono molteplici e multidimensionali (ad esempio, variabilità e incertezze del clima, agricoltura in un clima che cambia, effetti del cambiamento climatico sugli ecosistemi marini, impatto del cambiamento climatico sulla zona costiera, vulnerabilità e adattamento degli ecosistemi al cambiamento climatico globale e ricerca sul clima della criosfera, tra gli altri). La ricerca è necessaria in tutte le dimensioni del cambiamento climatico (ad esempio, energia e cambiamento climatico, città e cambiamento climatico, impatti del cambiamento climatico sulla sicurezza alimentare, valutazione della fornitura resiliente di servizi ecosistemici).

Infine, sempre correlato al tema sostenibilità, bisogna menzionare gli accordi di Parigi o *Paris Agreement*. Essi costituiscono un trattato internazionale giuridicamente vincolante sul cambiamento climatico, firmato da 196 parti durante la COP 21 di dicembre 2015 e adottato il 4 novembre 2016. Per entrare in vigore necessitava della partecipazione dei 55 paesi che rappresentano almeno il 55% delle emissioni globali di gas serra. L'obiettivo del trattato è quello di mantenere la temperatura ben al di sotto dei 2°C e preferibilmente a 1.5°C, rispetto ai livelli preindustriali. Per raggiungerlo è necessario un cambiamento radicale per il quale i paesi dovranno cercare di raggiungere il picco di emissioni il prima possibile per raggiungere la neutralità dal punto di vista climatico nel 2050. A questo fine i paesi dovranno impegnarsi attraverso i piani nazionali per l'azione climatica (NDC) con azioni volte a ridurre le emissioni di gas serra e all'adattamento al cambiamento che si intensificheranno ogni 5 anni. Inoltre, dal 2024 dovranno essere riportate con trasparenza le politiche attuate al fine di averne di più ambiziose nel *round* di 5 anni

successivo. L'Accordo infine tiene conto della disuguaglianza tra i paesi, per cui i paesi più sviluppati devono guidare quelli meno sviluppati e collaborare tra loro.

3. Contesto europeo

Negli ultimi anni le istituzioni europee hanno concentrato la loro attenzione sul tema degli investimenti sostenibili, focalizzandosi sulla creazione di criteri, definizioni e standard condivisi sulla finanza sostenibile. Nel 2016 la Commissione Europea ha costituito un gruppo di esperti, l'*High-Level Expert Group on sustainable finance*, attribuendo loro il compito di predisporre un piano che correlasse sostenibilità e investimenti, da attuare nell'Unione Europea. Terminato il mandato, nel gennaio 2018, l'HLEG ha redatto il report finale "*Financing a sustainable european economy*" che «*identifica la finanza sostenibile come strumento per conseguire gli intenti economici europei attraverso due imperativi definiti come pressanti: il primo imperativo riguarda un maggiore contributo finanziario alla mitigazione del cambiamento climatico e alla crescita sostenibile ed inclusiva, mentre il secondo mira a consolidare la stabilità finanziaria annoverando i fattori ambientali, sociali e di governance nelle scelte di investimento*»¹⁴⁴.

La commissione europea è poi intervenuta nel 2018, dando seguito al lavoro svolto dall'*High-Level Expert Group on Sustainable Finance*, emanando un *Action Plan* denominato "Piano d'azione per finanziare una crescita sostenibile", rientrante tra gli sforzi della *Capital Markets Union* per collegare la finanza alle esigenze

¹⁴⁴ EU High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG). Final Report "Financing a sustainable european economy", 2018, 6

specifiche dell'economia europea a beneficio del pianeta e della nostra società. È anche uno dei passi fondamentali per l'attuazione dell'Accordo di Parigi e dell'agenda dell'UE per lo sviluppo sostenibile. Esso si pone 3 obiettivi principali:

- 1) riorientare i flussi di capitale verso investimenti sostenibili per ottenere una crescita sostenibile e inclusiva;
- 2) gestire i rischi finanziari derivanti dal cambiamento climatico, dall'esaurimento delle risorse, dal degrado ambientale e dalle questioni sociali;
- 3) promuovere la trasparenza e il lungo termine nell'attività finanziaria ed economica.

Questo quanto si legge nell'*Action Plan* pubblicato dalla Commissione, con riferimento ad ognuno degli obiettivi:

- 1) Attualmente, gli investimenti disponibili non sono sufficienti per sostenere un sistema economico sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale. L'Europa deve affrontare un deficit annuale di investimenti di quasi 180 miliardi di euro per raggiungere gli obiettivi climatici ed energetici dell'UE entro il 2030. Secondo le stime della Banca europea per gli investimenti (BEI), il divario totale di investimenti necessari per infrastrutture di trasporto, energia e gestione delle risorse è di 270 miliardi di euro all'anno. Una delle principali cause di questo deficit di investimenti è la mancanza di chiarezza tra gli investitori riguardo a cosa costituisce un investimento sostenibile. Questo rende difficile finanziare le infrastrutture sociali necessarie per affrontare le disuguaglianze e promuovere l'inclusione. Trasformare l'economia europea in un sistema più verde, resiliente e circolare avrà diversi benefici. Ridurrà l'impatto ambientale sul pianeta e affronterà le disuguaglianze esistenti. Inoltre, potenziando la competitività, migliorerà l'efficienza dei processi produttivi e ridurrà i costi di

accesso e gestione delle risorse. L'UE è già impegnata in questa transizione e si è posta l'obiettivo di rendere almeno il 20% del suo bilancio direttamente rilevante per il clima. Ad esempio, il Fondo europeo per gli investimenti strategici (EFIS) ha destinato quasi un terzo dei suoi investimenti del 2017 a progetti legati all'energia, all'ambiente, all'efficienza delle risorse e alle infrastrutture sociali. L'EFIS 2.0, con obiettivi di investimento elevati a 500 miliardi di euro e almeno il 40% dei finanziamenti per progetti di azione per il clima, ha esteso il fondo fino al 2020. Tuttavia, si riconosce che saranno necessari ulteriori sforzi per attrarre ancora più investimenti nei settori sostenibili.

- 2) L'inclusione di obiettivi ambientali e sociali nel processo decisionale finanziario è finalizzata a mitigare l'impatto finanziario dei rischi ambientali e sociali. Ad esempio, l'aumento della temperatura globale di 2 gradi Celsius può causare instabilità nell'economia e nel sistema finanziario europeo.

Attualmente, i rischi ambientali e climatici non vengono sempre considerati adeguatamente dal settore finanziario. Il crescente numero di catastrofi naturali correlate al clima significa che le compagnie di assicurazione devono prepararsi a fronteggiare costi più elevati. Le banche saranno esposte a maggiori perdite a causa della minore redditività delle aziende più vulnerabili ai cambiamenti climatici o dipendenti da risorse naturali in diminuzione.

Tra il 2000 e il 2016, i disastri climatici annuali sono aumentati del 46% a livello globale, e le perdite economiche dovute a fenomeni meteorologici estremi sono

cresciute dell'86% tra il 2007 e il 2016, raggiungendo 117 miliardi di euro nel 2016. Questa tendenza è preoccupante, poiché quasi il 50% dell'esposizione al rischio delle banche dell'area dell'euro è direttamente o indirettamente legato al cambiamento climatico. Altre problematiche ambientali sono riconosciute come una minaccia per i modelli di business attuali.

I fattori sociali, come le pessime condizioni di lavoro e le crescenti disuguaglianze, possono avere conseguenze concrete per le istituzioni finanziarie, inclusi rischi legali. Le aziende che non rispettano gli standard internazionali del lavoro rischiano di danneggiare la propria reputazione, il che può portare a perdite finanziarie e danni legali. Inoltre, l'aumento delle disuguaglianze di reddito può ostacolare una crescita stabile e a lungo termine, come dimostrato da una ricerca del FMI che ha evidenziato una correlazione tra l'aumento delle disuguaglianze e la fragilità della crescita economica.

- 3) La trasparenza delle attività degli operatori di mercato e delle imprese sulla sostenibilità è fondamentale per il corretto funzionamento del sistema finanziario. La rendicontazione aziendale è inefficace se i rischi a lungo termine non sono chiaramente visibili. La trasparenza sulla sostenibilità non solo informa gli operatori del mercato ma guida anche le aziende verso una direzione più sostenibile. Tecnologie innovative possono sostenere una maggiore trasparenza, permettendo ai cittadini di confrontare le prestazioni di sostenibilità delle imprese e agli investitori di prendere decisioni di investimento informate. La sostenibilità e la lungimiranza sono strettamente correlate, ma il mercato attuale spesso favorisce il conseguimento di rendimenti

a breve termine. La promozione della trasparenza mira a ridurre la pressione per i risultati a breve termine nel processo decisionale finanziario ed economico, consentendo agli investitori di prendere decisioni più responsabili e orientate al lungo termine.

Sulla base di tali obiettivi, le azioni correlate all'obiettivo 1 sono:

- istituire un sistema unificato a livello UE di classificazione (tassonomia) delle attività sostenibili;
- creare norme e marchi riconosciuti per i prodotti finanziari sostenibili;
- agevolare gli investimenti in progetti infrastrutturali sostenibili;
- integrare i fattori ESG nella consulenza finanziaria;
- elaborare indici e parametri di riferimento in materia di sostenibilità;

Azioni correlate all'obiettivo 2:

- integrare la sostenibilità nei rating creditizi e nelle ricerche di mercato;
- chiarire gli obblighi di comunicazione ESG degli investitori istituzionali e dei gestori di attività;
- integrare la sostenibilità nei requisiti prudenziali di banche e assicurazioni;

Azioni correlate all'obiettivo 3:

- rafforzare la comunicazione delle società in materia di sostenibilità;
- promuovere un buon governo societario e attenuare la visione a breve termine nei mercati dei capitali.

Nel successivo maggio 2018 la Commissione ha dato seguito all'*Action Plan*, pubblicando un pacchetto di misure che comprende 3 proposte volte a (i) stabilire un sistema unificato di classificazione UE delle attività economiche sostenibili ("tassonomia"); (ii) migliorare gli obblighi di comunicazione su come gli investitori istituzionali integrano i fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) nei loro processi di rischio; (iii) creare una nuova categoria di *benchmark* che aiuterà gli investitori a confrontare l'impronta di carbonio dei loro investimenti.

Inoltre, dal 24 maggio al 21 giugno, la Commissione ha chiesto un riscontro sulle modifiche agli atti delegati nell'ambito della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID II) e della direttiva sulla distribuzione assicurativa, al fine di includere le considerazioni ESG nella consulenza che le imprese di investimento e i distributori di assicurazioni offrono ai singoli clienti.

Negli anni successivi, il tema della finanza sostenibile è rimasto di centrale importanza nell'azione dell'Unione europea che ha organizzato, prima (a marzo 2019) l'*"High-level conference: A global approach to sustainable finance"* e poi, nel dicembre dello stesso anno la XXV Conferenza delle Parti dell'UNFCCC CCOP: *"Financing the Paris Agreement: how to mobilise private investors?"*.

A dicembre 2019, la Commissione europea ha illustrato un nuovo piano di azione, denominato *"Green Deal europeo"*, con l'obiettivo di non generare che emissioni nette di gas a effetto serra entro il 2050. L'Unione europea con tale accordo *«intende riorientare il processo di coordinamento macroeconomico del semestre europeo per integrarvi gli obiettivi di sviluppo sostenibile delle Nazioni Unite, al fine di porre la sostenibilità e il benessere dei cittadini al centro della politica*

economica e rendere gli obiettivi di sviluppo sostenibile il fulcro della definizione delle politiche e degli interventi dell'UE», nell'intento di diventare leader mondiale nella transizione e nella finanza sostenibile¹⁴⁵. Esso rappresenta una tabella di marcia elaborata per raggiungere la neutralità climatica in Europa entro il 2050.

Infine, in occasione delle strategie comuni pensate e attuate per la ripresa economica e sociale europea a seguito della crisi pandemica, nel 2020 la Commissione Europea ha adottato il *Next Generation EU*¹⁴⁶, di fondamentale importanza sia per la crescita economica in generale, sia per la sempre crescente attenzione riservata alla sostenibilità. Esso rappresenta uno dei piani fiscali più ambiziosi (807 miliardi di euro circa) che si proietta verso il futuro e si rivolge alle future generazioni dell'UE (per questo la denominazione *Next Generation EU – NGEU*). Il piano si caratterizza sia per la condivisione del rischio, sia per il notevole impatto a livello di stabilità economica. Il NGEU è, infatti, finanziato direttamente tramite l'emissione di titoli di debito europei, il che riduce notevolmente il rischio di incorrere nel circolo vizioso tra banche e stati nazionali¹⁴⁷, fornendo anche titoli di debito più sicuri (in quanto europei).

¹⁴⁵ Commissione europea, 2019. “*Comunicazione della Commissione europea al parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. Il Green Deal europeo*”, 3

¹⁴⁶ Vedi Cap I, Par. I

¹⁴⁷ Durante una crisi, le banche rischiano di entrare in sofferenza a causa dell'aumento dello spread, dal momento che detengono una gran quantità di titoli di stato, il cui valore scende quando il rendimento cresce. Inoltre, se le banche vanno in sofferenza, c'è il rischio che lo stato debba intervenire per salvarle iniettando liquidità all'interno degli istituti in difficoltà (bail-out), anche quando si tratti di grandi banche internazionali. In un contesto di questo tipo, Ngeu riduce appunto il rischio di circolo vizioso eliminando il collegamento tra banche e stati nazionali e garantisce maggiore sostenibilità del debito, mentre l'emissione di debito a livello europeo promuove la creazione di un titolo europeo sicuro, che offre alle banche maggiori opportunità di diversificare i propri investimenti.

Il NGUE è ispirato a sei principi fondamentali, i quali devono orientare tutti gli interventi, sia normativi sia economici. Tra tali principi, si rinviene, ovviamente, la sostenibilità, in tutte le sue sfaccettature. È vero, infatti, che nel NGUE si sono affrontati temi vastissimi, che vanno dagli alimenti nutrienti e sostenibili alla tutela della natura e della biodiversità, dalle energie pulite e rinnovabili, all'economia circolare e molto altro. La sostenibilità non poteva non essere declinata anche nel senso di finanza sostenibile; infatti, il NGUE si pone come obiettivo anche quello di *«concentrarsi su investimenti sostenibili che siano socialmente responsabili e compatibili con l'ambiente. Il libero scambio non offre garanzie per quanto concerne la sicurezza dell'approvvigionamento. A tutto ciò si aggiunge la mancanza di trasparenza e di tracciabilità»*¹⁴⁸.

3.1 Dalla NFRD alla CSRD

Il primo tassello normativo è da rilevarsi nell'adozione della Direttiva 2014/95/UE – *Non Financial Reporting Directive* (NFRD), che ha modificato la direttiva 2013/34/UE inerente alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di grandi imprese di interesse pubblico. Tale direttiva presentava diverse criticità in merito al contenuto e agli impatti degli obblighi introdotti con il recepimento della stessa¹⁴⁹.

¹⁴⁸«Dal Green Deal al Next Generation EU» [https://asvis.it/public/asvis2/files/Pubblicazioni/Quaderno Obiettivi di sviluppo sostenibile e politiche europee.pdf](https://asvis.it/public/asvis2/files/Pubblicazioni/Quaderno_Obiettivi_di_sviluppo_sostenibile_e_politiche_europee.pdf), pag 50

¹⁴⁹ In particolare, è emerso, ad esempio, come le modalità di comunicazione delle informazioni non finanziarie non rispondono alla crescente domanda di dati da parte di investitori e *stakeholder*, e al contempo risultano deficitarie sia in *terni* di quantità e qualità, sia di comparabilità e affidabilità.

Per risolvere tali criticità, l'Unione Europea ha adottato, nel dicembre 2022, la Direttiva 2022/2464/UE – *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD), in vigore dal primo gennaio 2024. Essa modifica gli attuali obblighi di rendicontazione non finanziaria previsti dalla NFRD. Le principali modifiche riguardano (i) l'ampliamento dei destinatari degli obblighi di rendicontazione; (ii) la modifica da “dichiarazione di carattere non finanziario” a “Rendicontazione di sostenibilità”; (iii) introduzione dell'indagine a doppia materialità¹⁵⁰; (iv) modalità di *disclosure*.

I destinatari degli obblighi di rendicontazione non più solo per gli enti di interesse pubblico — quali società quotate, banche, imprese di assicurazione e di riassicurazione, etc. — di grandi dimensioni, bensì tutte le società ed i gruppi di grandi dimensioni che superano almeno due dei seguenti parametri: (i) totale dello stato patrimoniale superiore a 20 milioni di euro; (ii) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni superiore a 40 milioni di euro; (iii) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio superiore a 250, ed a tutte le PMI quotate.

Inoltre, la modifica, apportata tramite l'art. 19 *bis* che modifica la denominazione del documento di *Reporting*, adesso denominato “Rendicontazione di sostenibilità” è emblematica della presa di consapevolezza dell'importanza dei fattori ESG. Le informazioni inerenti alla sostenibilità, infatti, non vengono più viste solo come “informazioni di carattere non finanziario”, ma vengono reputate rilevanti informazioni che hanno un notevole impatto anche sul piano finanziario.

¹⁵⁰ GIAKOUMELOU, RANDAZZO, SALVI, ESG e M&A, Normativa, operazioni, premi per il controllo, Giuffrè, 2023, 53 e ss.

Introducendo la c.d. “doppia materialità”, invece, si è imposta un’indagine dei fattori ESG non solo avendo riguardo all’impatto su persone, comunità e territorio, ma anche sui risultati, la situazione e l’andamento della società.

Infine, modifica alquanto rilevante riguarda il *framework* per la rendicontazione. Uno dei limiti e delle criticità della NFRD riguardava proprio la mancanza di standard di rendicontazione, lasciando ampio spazio circa le modalità utilizzate per la *disclosure*. La CSRD prevede, invece, l’adozione di standard di rendicontazione appositi, che comportano l’integrazione della direttiva con ulteriori atti delegati che definiscono gli *European Sustainability Reporting Standards* (appositi criteri e standard elaborati dall’*European Financial Reporting Advisory Group*¹⁵¹). Il 31 luglio 2023 la Commissione Europea ha adottato gli ESRS standards, che coprono l’intera gamma di questioni ambientali, sociali e di governance, compresi i cambiamenti climatici, la biodiversità e i diritti umani. Essi forniscono informazioni agli investitori per comprendere l’impatto sulla sostenibilità delle società in cui investono e tengono, altresì, conto delle discussioni con l’*International Sustainability Standards Board* (ISSB) e la *Global Reporting Initiative* (GRI), al fine di garantire un elevato grado di interoperabilità tra gli standard dell’UE e quelli globali e di evitare inutili doppie rendicontazioni da parte delle aziende. Per come elaborati, risultano ambiziosi e rappresentano un importante strumento in materia di finanza sostenibile. Essi rappresentano il giusto equilibrio tra la limitazione dell’onere per le imprese dichiaranti e la possibilità per le imprese stesse di

¹⁵¹ L’EFRAG è un’organizzazione privata, senza scopo di lucro, fondata nel 2001 le cui attività si focalizzano prevalentemente su (i) l’informativa finanziaria, promuovendo la prospettiva europea nello sviluppo dei principi dell’*International Financial Reporting Standards* e (ii) la rendicontazione di sostenibilità, sviluppando le bozze degli ESRS.

dimostrare gli sforzi che stanno compiendo per soddisfare l'agenda del *Green Deal* e, di conseguenza, di avere accesso a finanziamenti sostenibili¹⁵².

3.2 Regolamento SFDR

Gli obblighi di rendicontazione e di comunicazione di informazioni non finanziarie appena esaminati ed introdotti tramite la NFRD e la CSRD erano già previsti, in termini tendenzialmente analoghi, per il settore finanziario. Tale settore è stato il primo in cui si è sperimentata l'introduzione di standard e criteri volti ad uniformare e oggettivizzare la misurazione e la rendicontazione dei profili ESG, attraverso norme tecniche (i c.d. *Regulatory Technical Standards* – “RTS”). Tali obblighi sono previsti dal Regolamento 2019/2088 – *Sustainability Finance Disclosure Regulation* “SFDR”) che impone la *disclosure* di informazioni non finanziarie per permettere agli investitori di valutare e comprendere i rischi e le opportunità di sostenibilità relative agli investimenti. Anche in tal caso si tratta di rischi ed impatti sia esterni, sia interni, secondo il principio della “doppia materialità”.

Il Regolamento fornisce, poi, la definizioni di “investimento sostenibile” ossia l’«*investimento in un’attività economica che contribuisce a un obiettivo ambientale, misurato, ad esempio, mediante indicatori chiave di efficienza delle risorse concernenti l’impiego di energia, l’impiego di energie rinnovabili, l’utilizzo di materie prime e di risorse idriche e l’uso del suolo, la produzione di rifiuti, le*

¹⁵² Così MAIREAD MCGUINNESS, commissario per i Servizi finanziari, la stabilità finanziaria e l'Unione dei mercati dei capitali.

emissioni di gas a effetto serra nonché l'impatto sulla biodiversità e l'economia circolare o un investimento in un'attività economica che contribuisce a un obiettivo sociale, in particolare un investimento che contribuisce alla lotta contro la disuguaglianza, o che promuove la coesione sociale, l'integrazione sociale e le relazioni industriali, o un investimento in capitale umano o in comunità economicamente o socialmente svantaggiate a condizione che tali investimenti non arrechino un danno significativo a nessuno di tali, obiettivi e che le imprese che beneficiano di tali investimenti rispettino prassi di buona governance, in particolare per quanto riguarda strutture di gestione solide, relazioni con il personale, remunerazione del personale e rispetto degli obblighi fiscali»¹⁵³; “rischio di sostenibilità” ossia «un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento»¹⁵⁴; “fattori di sostenibilità” ossia «problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva»¹⁵⁵.

La codificazione di tali concetti chiave è ritenuta necessaria al fine di garantire la trasparenza sia dei partecipanti ai mercati finanziari, sia dei prodotti finanziari stessi ed evitare pratiche scorrette che minerebbero sia lo sviluppo della finanza sostenibile sia la reputazione degli operatori¹⁵⁶.

¹⁵³ Art. 2, comma 17

¹⁵⁴ Art 2, comma 22

¹⁵⁵ Art 2, comma 24

¹⁵⁶ GIAKOMELOU, RANDAZZO, SALVI, ESG e M&A, Normativa, operazioni, premi per il controllo, Giuffrè, 2023, 53

Il Regolamento, inoltre, introduce importanti distinzioni tra prodotti finanziari sulla base dell'idoneità o l'impegno a generare un impatto positivo per la collettività e l'ambiente.

- *Prodotti “articolo 6”*: i prodotti finanziari che si limitano a fornire una descrizione di come i rischi di sostenibilità sono integrati nelle decisioni di investimento e dei risultati della valutazione dei probabili impatti di tali rischi sul rendimento dei prodotti finanziari¹⁵⁷. Essi non promuovono finalità specifiche connesse ai profili di sostenibilità.
- *Prodotti “articolo 8” o “light green”*, oltre alle informazioni di cui all'art. 6, (i) promuovono caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione delle due; (ii) comunicano in che misura tali caratteristiche sono soddisfatte dalle società investite attraverso appositi indicatori e (iii) non prevedono una percentuale minima di investimenti che promuovono tali caratteristiche.
- *Prodotti “articolo 9” o “dark green”*, oltre alle informazioni di cui all'art. 6, (i) hanno come obiettivo investimenti sostenibili, ovvero investimenti che hanno obiettivi ambientali o sociali; (ii) il raggiungimento di tali obiettivi è misurato attraverso appositi indicatori, (iii) il 100% degli investimenti ha come obiettivo investimenti sostenibili e (iv) non arrecano un danno significativo a nessun obiettivo di investimento sostenibile sotto il profilo ambientale o sociale.

In conclusione, tale regolamento, pur dettando una disciplina relativa unicamente ai profili rendicontativi, di fatto ha istituito un sistema di classificazione dei prodotti

¹⁵⁷ Tale obbligo di disclosure è previsto per tutti i prodotti finanziari quindi i “prodotti articolo 6” possono essere considerati basilari.

finanziari sempre più dettagliato sia a livello normativo sia a livello interpretativo¹⁵⁸.

3.3 Regolamento Tassonomia

Il Regolamento UE 2020/852 cd. “Tassonomia”, è un atto che dà origine a criteri e standard ben definiti e condivisi, i quali permettono di classificare e riconoscere le attività economiche ecosostenibili e di contribuire al raggiungimento dei propositi del *Green Deal* europeo, avendo quali obiettivi principali quelli di (i) diminuire la frammentazione proveniente dal mercato e da prassi nazionali; (ii) diminuire il “*greenwashing*”¹⁵⁹.

Esso costituisce il perno dell’intero impianto normativo dell’Unione Europea poiché prescrive che le imprese tenute agli obblighi di *disclosure* secondo la

¹⁵⁸ GIAKOUMELOU, RANDAZZO, SALVI, ESG e M&A, Normativa, operazioni, premi per il controllo, Giuffrè, 2023, 56

¹⁵⁹ Il termine *greenwashing* ha assunto diversi significati a seconda del settore di mercato e della fonte normativa di riferimento. Ad esempio, nel 2021 la Commissione europea e le autorità nazionali per la tutela dei consumatori hanno condotto un’indagine dei siti web per individuare le violazioni del diritto dei consumatori dell’UE nei mercati online, concentrandosi, per la prima volta in assoluto, sul *greenwashing*. Secondo tale indagine, «National consume protection authorities had reason to believe that in 42% of cases the claims were exaggerated, false or deceptive and could potentially qualify as unfair commercial practices under EU rules» (si veda EU Commission, Press Release-Screening of websites for ‘greenwashing’: half of green claims lack evidence del 2021). Nel 2016 l’Unione Europea aveva già affrontato il tema del *greenwashing* dal punto di vista del diritto dei consumatori, affrontando il rischio di trasformare le affermazioni ecologiche in pratiche commerciali sleali a danno dei consumatori (si veda “Commission Staff Working Document, Guidance on the Implementation/Application of Directive 2005/29/EC on Unfair Commercial Practices” del 2016). Il riferimento normativo chiave in tema di *greenwashing* dal punto di vista del consumatore rimane infatti la Direttiva 2005/29/CE relativa alle pratiche commerciali sleali tra imprese e consumatori nel mercato *interno*. Guardando invece al settore finanziario, il Regolamento Tassonomia, come descritto di seguito, definisce espressamente il *greenwashing* quale pratica che consiste nell’«ottenere un vantaggio sulla concorrenza in modo sleale commercializzando un prodotto finanziario come ecocompatibile quando in realtà gli standard ambientali di base non sono soddisfatti» (si veda il considerando 11 del Regolamento Tassonomia).

NFRD (da gennaio secondo la CSRD) e il SFRD, debbano specificare se le loro attività o quelle delle società oggetto d'investimento rispettino i criteri del Regolamento Tassonomia. La *disclosure* effettuata dalle imprese dovrà quindi fornire un quadro di come ed in che misura la loro operatività sia correlata ad attività economiche ecosostenibili, e da altro lato l'informativa sulla sostenibilità dei prodotti finanziari dovrà riportare l'eventuale allineamento al Regolamento Tassonomia degli investimenti sottostanti. Ai sensi dell'art. 3 del Regolamento, per attività ecosostenibili si intendono quelle attività che:

- contribuiscono in modo sostanziale al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali;
- non arrecano un danno significativo a nessuno degli obiettivi ambientali;
- sono svolte nel rispetto delle garanzie minime di salvaguardia, ovvero procedure adottate dall'impresa al fine di garantire la conformità dell'attività economica con le linee guida OCSE per le imprese multinazionali, con i Principi guida delle Nazioni Unite su imprese e diritti umani, con le otto convenzioni fondamentali ILO e con la Carta internazionale dei diritti dell'uomo;
- sono conformi ai criteri di vaglio tecnico (RTS) fissati dalla Commissione Europea.

È probabile, inoltre, che il Regolamento venga integrato introducendo ulteriori obiettivi di sostenibilità, tra cui quelli di carattere sociale come espressamente previsto all'articolo 26, comma 2 b). È stato pubblicato, infatti, il *Final Report on Social Taxonomy* elaborato dalla *Platform on Sustainable Finance* che, pur non avendo efficacia vincolante, costituisce il punto di partenza per la definizione della tassonomia sociale. Esso propone una serie di ambiti e obiettivi, in linea con la

strategia dell'Unione Europea, in cui i profili "S" rivestono un ruolo divenuto di centrale importanza.

3.4 La Direttiva CSDD

Il Parlamento Europeo ha fatto passo in avanti, adottando, nella seduta plenaria del primo giugno 2023, la sua posizione sulla *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDD), ossia la direttiva volta a prevenire e mitigare gli impatti delle aziende lungo la *supply chain*. Tale direttiva, presentata dalla Commissione europea il 23 febbraio precedente, introduce il concetto di "dovere di diligenza aziendale" in materia di sostenibilità e responsabilità per le violazioni dei diritti umani e dell'ambiente lungo la *supply chain*.

La direttiva impone alle aziende di adottare obiettivi climatici basati su evidenze scientifiche e piani di transizione coerenti con l'obiettivo dell'Accordo di Parigi, ossia il contenimento dell'aumento della temperatura al di sotto di 1,5°C. Gli obiettivi climatici dovranno essere inclusi nella remunerazione variabile dei dirigenti aziendali. Essa impone alle aziende, inoltre, di monitorare una serie di aspetti concernenti l'ambiente, quali, ad esempio, il cambiamento climatico; la perdita di biodiversità; l'inquinamento di aria, acqua e suolo; il consumo eccessivo di acqua, energia e altre risorse naturali; la produzione dannosa e la cattiva gestione dei rifiuti; ecc.

La CSDD si applica alle imprese con oltre 250 dipendenti e un fatturato superiore a 40 milioni di euro nell'Unione Europea e 150 milioni di euro nel mondo. Queste

aziende sono chiamate a prevenire, identificare e mitigare gli impatti negativi oltre che sull'ambiente, anche sulla sfera dei diritti umani, come il lavoro minorile e la schiavitù.

La direttiva ha ottenuto un consenso significativo all'interno del Parlamento e adesso ci si muove verso un accordo sul testo definitivo, attraverso un processo noto come "trilogo", in cui le istituzioni europee cercano di raggiungere una posizione comune, prima delle prossime elezioni europee previste dal 6 al 9 giugno 2024. Una volta raggiunto l'accordo saranno gli Stati membri integrare le nuove norme nei vari ordinamenti nazionali.

Tra i temi controversi su cui si svolgeranno negoziati più approfonditi vi è la possibile inclusione delle istituzioni finanziarie tra i soggetti alla nuova normativa¹⁶⁰; riguardo l'ambito di applicazione del concetto di "*supply chain*"¹⁶¹, nonché riguardo le responsabilità legali dei vertici delle aziende.

Infine, gli Stati membri dovranno stabilire l'autorità di vigilanza incaricata di monitorare il rispetto della normativa e di applicare sanzioni per eventuali inadempienze¹⁶².

¹⁶⁰ La bozza approvata dai deputati europei stabilisce che le regole di due diligence dovrebbero riguardare anche il settore finanziario, inclusi asset manager e investitori istituzionali, ma escludendo fondi pensione, fondi di investimento *alternativi*, operatori di mercato e agenzie di rating del credito. Questa formulazione è stata oggetto di critiche da parte di alcune ONG, che ritengono che la responsabilità sia limitata ai clienti diretti. Nel frattempo, l'accordo dei ministri europei, sostenuto soprattutto dalla Francia, aveva lasciato fuori le istituzioni finanziarie, lasciando la loro adesione alla due diligence come opzionale.

¹⁶¹ Il Parlamento ritiene che essa debba riguardare non solo la fase a monte, ma anche le attività di vendita, distribuzione, trasporto, stoccaggio e gestione dei rifiuti di prodotti e servizi, sarà necessario raggiungere un compromesso sulla portata di tale definizione.

¹⁶² Le sanzioni previste includono multe di almeno il 5% del fatturato netto globale dell'azienda che non rispetta la direttiva, la possibilità di pubblicare i nomi delle aziende inadempienti, il ritiro dal mercato dei loro prodotti o l'esclusione dagli appalti pubblici dell'Unione Europea. La responsabilità della prova del danno spetterà al ricorrente.

4. E nelle PMI e startup innovative?

Dopo aver analizzato il quadro normativo di riferimento, bisogna stabilire se gli obblighi di sostenibilità e di informativa finanziaria gravano anche sulle PMI e sulle startup innovative. Secondo quanto visto, gli obblighi di Disclosure imposti dalla nuova CSRD gravano anche sulle PMI, ma solo se quotate. Ci si chiede se anche per le PMI non quotate e per le startup innovative si applichi la normativa in questione.

In primis, bisogna notare come il rispetto di criteri di sostenibilità (finanziaria ed economica) siano in qualche modo insiti nello svolgimento di attività economiche e nello sviluppo sostenibile, per cui è imprescindibile che le scelte imprenditoriali siano in qualche modo orientate ad obiettivi, seppur minimi, di sostenibilità.

Inoltre, nel contesto italiano, alla luce del nuovo codice della crisi, il legislatore impone a tutti gli imprenditori individuale di adottare misure idonee a rilevare tempestivamente lo stato di crisi e agli imprenditori collettivi di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ad intercettare tempestivamente lo stato di crisi. Tali assetti devono, ai sensi del terzo comma dell'art. 3, permettere di (i) rilevare eventuali squilibri patrimoniali o economico-finanziari, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale; (ii) verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi.

Con tali previsioni, il legislatore ha introdotto dei principi di carattere generale che assumono un importante rilievo nell'organizzazione e nella conduzione dell'attività d'impresa, applicabili a tutti gli imprenditori. Inoltre, come prescritto dall'articolo appena menzionato nonché dall'art. 2086, tali principi devono essere correlati alla natura e alla dimensione dell'impresa in modo proporzionale. Devono quindi essere predisposti strumenti adeguati alla costante rilevazione sia dell'equilibrio patrimoniale, alla luce in particolare della disciplina relativa al capitale sociale, sia dell'equilibrio economico – finanziario, alla luce delle regole concernenti la continuità aziendale.

Da ciò ne discende che, per monitorare la situazione finanziaria dell'impresa e la continuità aziendale, è necessario valutare anche tutti gli elementi che potrebbero incidere sulla sostenibilità finanziaria, con riguardo specificatamente quelli correlati all'impatto sull'ambiente e sui diritti sociali¹⁶³.

Ulteriore elemento di riflessione che merita attenzione riguarda l'introduzione dell'obbligo di rendicontazione di sostenibilità da parte della CSDD (ancora in fase di approvazione, come visto) con riferimento anche all'intera catena del valore dell'impresa, «*comprese le attività, i prodotti e i servizi dell'impresa, i suoi rapporti commerciali e la sua catena di fornitura, a seconda dei casi*» “*catena di gestione*”». Da qui ne discende che, le startup innovative e le PMI che intrattengono rapporti commerciali o siano comunque inserite nella catena di imprese tenute a rispettare gli obblighi di rendicontazione, potrebbero essere in qualche modo

¹⁶³ In una particolare prospettiva, attenta al dato costituzionale, cfr. CERRATO, Appunti per una “via italiana” al ESG: l'impresa “costituzionalmente solidale” (anche alla luce dei “nuovi” artt. 9 e 41, comma 3, Cost.), 227 ss.

sottoposte anch'esse a obblighi di *disclosure*, se non analoghi, quantomeno proporzionali alle dimensioni dell'impresa in questione.

Inoltre, bisogna notare come la comunicazione di specifiche informazioni non finanziarie attraverso norme tecniche sia stata imposta per prima proprio al settore finanziario, a tutela degli investimenti e dei mercati, per garantirne la trasparenza. Inoltre, si noti come la nuova CSDD si applicherà, come già detto, anche alle PMI quotate, quindi in linea con la *ratio* appena menzionata di garantire. Sorge, poi, spontanea la domanda se essa si applichi anche alle PMI e startup innovative che, pur non essendo quotate, sono in qualche modo aperte al mercato di capitali. Bisogna rilevare come, *in primis*, anche qualora non si trattasse di imposizioni normative, le imprese innovative dovranno rispettare dei parametri orientati alla sostenibilità per attrarre investimenti anche sulla base di fattori reputazionali, che ad oggi sono inevitabilmente legati all'attenzione ai temi ESG e CSR.

Inoltre, qualora le imprese innovative vogliano accedere al *crowdfunding*, pur non essendo un mercato regolamentato vi sono degli obblighi di sostenibilità. Infatti, il regolamento Consob sul *crowdfunding* prevede all'allegato 3, «*con riferimento alle informazioni sulla singola offerta, che le PMI offrano la descrizione del progetto industriale, con indicazione del relativo business plan, riportando i dati essenziali al 31 dicembre precedente all'inizio dell'offerta relativi al fatturato, al margine operativo e netto, all'utile di esercizio, al totale attivo, al rapporto fra immobilizzazioni immateriali e il totale attivo. Pertanto, le notizie veicolate dalla piattaforma ai fini dell'operazione del crowdfunding debbono contenere informazioni analitiche sull'attività svolta e sulla situazione patrimoniale e*

finanziaria della società e pertanto, almeno per i settori di particolare impatto, debbono presentare le informazioni necessarie sull'ambiente e sulle persone»¹⁶⁴.

Inoltre, i fattori ESG influenzano anche le politiche finanziarie e di accesso al credito, che inevitabilmente influiscono sul tessuto imprenditoriale nonché su PMI e startup innovative. La Banca d'Italia, in una sua pubblicazione datata 11 marzo 2022, evidenzia come le banche abbiano un ruolo fondamentale nella transizione verso sistemi economici più sostenibili, tramite una riallocazione strategica delle risorse finanziaria. Pertanto, le imprese innovative che vorranno accedere al credito saranno valutate anche sulla base di idonee informazioni riguardo gli obiettivi aziendali legati a fattori ESG. Anche con riferimento a tale aspetto, *«interiorizzare un modello di business e di governance interna di “ispirazione” ESG, per non perdere il sostegno del modo creditizio che, in questa fase, ha tutto l'interesse ad accompagnare questa transizione con cooperazione e trasparenza»¹⁶⁵* rappresenta, per PMI e startup innovative, un'opportunità prima che un obbligo normativo. Svolgere nel 2023 un'attività d'impresa che non sia attenta ai temi della sostenibilità e dell'innovazione, a prescindere da qualsiasi imposizione normativa, rischia di essere quasi una scelta autodistruttiva, per cui, auspicabilmente, le imprese operanti in Italia stanno già adottando o provando ad adottare strategie che siano orientate ad una crescita sostenibile, sia della loro azienda sia del Pianeta in generale. Gli obiettivi che le principali Organizzazioni Internazionali hanno assegnato al sistema economico impongono anche ai singoli di avere una visione

¹⁶⁴ CAGNASSO, PMI e sostenibilità alla luce dei fattori ESG, in Riv. Corp. Gov., Fasc. 1 – 2023

¹⁶⁵ FORESTI, Direttiva ESG e impresa sostenibile – un'opportunità per le PMI, 2023

anche collettiva e condivisa di “guadagno”, in termini monetari e (soprattutto) non monetari.

Conclusioni

Dalle ricerche condotte per la stesura del presente elaborato sono emersi vari elementi meritevoli di attenzione. Dal primo capitolo è emerso come a partire dal 2012 ai nostri giorni, il legislatore italiano sia stato spinto da uno spirito di innovazione, che si è riversato nelle varie leggi analizzate. Inoltre, è emerso come la crescita del Paese sia stata al centro dell'azione normativa e di quanto essa non poteva prescindere da incentivi mirati nei confronti di imprese di nuova costituzione o a carattere innovativo, favorendo così l'imprenditoria in generale e quella giovanile in particolare. Dal secondo capitolo viene messo in rilievo come le agevolazioni sono prevalentemente concesse tramite deroghe alla disciplina ordinaria. Potrebbe rilevarsi inoltre, come le deroghe che in un primo momento erano concesse alle sole startup innovative, sono state man mano estese a sempre più categorie di imprese. Tale circostanza, è sintomatica della presa di consapevolezza del legislatore, da un lato dell'esigenza di agevolare non solo quelle imprese che siano di recente costituzione ma più in generale delle imprese di dimensioni "ridotte" e quindi più meritevoli di "tutela"; da altro lato come tali previsioni siano in qualche modo risultate proficue, raggiungendo gli obiettivi prefissati, tanto da, appunto, estenderle ad ulteriori categorie di imprese. Le regole di favore sono frutto di una strategia comune finalizzata, come detto, a favorire la crescita di imprese innovative. Risultano, quindi, tutti pezzi del medesimo puzzle di incentivi e benefici. Taluni di essi, tuttavia, risultano più impattanti e rilevanti di altri se come focus di riferimento si ha l'agevolazione dell'accesso ai mercati di capitale. In particolare, ci si riferisce da un lato alle deroghe di carattere tributario e da altro lato quelle di carattere societario. Le deroghe di carattere tributario,

definite anche “incentivi all’investimento”, prendono le mosse dalla circostanza che, per i potenziali sottoscrittori di strumenti finanziari emessi da imprese innovative, l’investimento rappresenta indubbiamente un livello di rischio maggiore. Infatti, l’investimento in imprese che operano in settori a forte carattere innovativo rischia, inevitabilmente, di risultare non sempre remunerativo. Inoltre, se si considera la durata di esistenza delle startup (ossia massimo 60 mesi), è chiaro che il potenziale investitore ha meno elementi da valutare, già solo con riferimento al numero di bilanci redatti dalla società. È in considerazione di tali circostanze che il legislatore ha previsto varie agevolazioni di carattere tributario che sicuramente influiscono sui potenziali investitori spinti, talvolta, più da scelte “emotive” che da valutazioni economico-finanziarie.

La *ratio* delle deroghe in ambito societario, invece, è (anche) quella di flessibilizzare i modelli societari disponibili (con particolare riferimento, ovviamente, alle s.r.l.), concedendo loro la possibilità di emettere degli strumenti più facilmente negoziabili.

È emerso, inoltre, lo stretto, strettissimo, legame tra disciplina societaria ed accesso a canali alternativi di finanziamento. In tale passaggio è fondamentale e “stravolgente” la “mutazione genetica” che hanno subito le s.r.l. che, da società chiuse sono divenute società “aperte”, tramite la possibilità per questo modello, di creare categorie di quote e di offrirle al pubblico, nonché tramite la possibilità di emettere titoli di debito e negoziarli in appositi mercati dedicati o offrirli tramite portali online. È così che il modello della società a responsabilità limitata risulta quanto più simile che mai al modello azionario, avendo il primo perso il forte

carattere personalistico della partecipazione societaria ed avendo, invece, acquisito un carattere “oggettivizzato” e “spersonalizzato”.

Partendo da queste premesse ci si è addentrati nel tema centrale dell’elaborato, passando ad analizzare gli strumenti finanziari ed i mercati di capitale dedicati alle PMI e alle startup innovative. Con riferimento al capitale di rischio, come prevedibile, mentre per le s.p.a. non sono stati necessari particolari adeguamenti, per le s.r.l. sono state necessarie modifiche al TUF (art. 100 ter) che hanno previsto la possibilità di derogare alla disciplina codicistica. Oggi tutte le s.r.l. possono offrire quote di capitale, derogando all’art. 2483 c.c. Su tale tema la normativa di riferimento non pare di chiarissima lettura, poiché rimane aperta la questione circa la possibilità di offrire e negoziare quote di capitale delle società a responsabilità limitata tramite l’offerta al pubblico di prodotti finanziari disciplinata dal TUF. Al riguardo, dopo aver analizzato le varie posizioni della dottrina in materia, non essendovi una disposizione normativa che esclude *tout court* la possibilità di negoziare le quote di s.r.l. al pari del modello azionario, pare che non vi sia un vero divieto normativo, bensì un problema ostativo che, di fatto e *de iure condito*, ne esclude l’effettiva realizzabilità.

Per quanto attiene l’indebitamento, come noto, era già permesso ad entrambe le forme societarie di emettere strumenti di debito (per le s.p.a. le obbligazioni, per le s.r.l. i titoli di debito). Essi, però, sono stati adeguati alle esigenze delle PMI e delle startup innovative ed è nato così l’ecosistema dei *minibond*, strumenti finanziari che possono essere emessi *ex art. 2483 c.c.* ed *ex art. 2410 c.c.* che si caratterizzano per incentivi ed agevolazioni in virtù del soggetto che li emette (quindi appunto, rientrando nella definizione di PMI o startup innovativa). Non si tratta, dunque, di

strumenti finanziari nuovi rispetto a quelli già previsti, bensì di strumenti già esistenti che sono stati rivitalizzati e la cui emissione e sottoscrizione è stata resa più vantaggiosa tramite interventi normativi di carattere fiscale e civilistico volti a rimuoverne gli ostacoli.

Sono stati analizzati, inoltre, gli strumenti finanziari partecipativi, ossia un *tertium genus* tra capitale di rischio e di debito. Mentre la disciplina codicistica prevede la possibilità di emissione per le s.p.a., lo stesso non può dirsi per le s.r.l. Per le società a responsabilità limitata, la possibilità di emettere gli strumenti finanziari partecipativi è stata introdotta dal d.l. 179/2012 per le startup innovative, poi estesa dal d.l. 3/2015 anche alle PMI innovative. La novella del 2017 che estende molte delle previsioni di favore anche alle PMI non innovative non ricomprende tale previsione. Ci si è chiesti, pertanto, se anche le PMI prive del carattere di innovatività possano emetterli fino a giungere ad una conclusione positiva tenendo conto che una soluzione di senso contrario risulterebbe ingiustificata dato che, tra le altre cose, le PMI non innovative frutto di “conversione” di *ex* startup innovative possono mantenere strumenti finanziari partecipativi nel loro portafoglio. Ulteriore interrogativo che si è posto al riguardo è quello circa la modalità di offerta di tali strumenti, e nello specifico se essi possano costituire oggetto di offerta tramite *crowdfunding*. Anche a tale interrogativo si è risposto in maniera tendenzialmente positiva, specie qualora si tratti di strumenti finanziari partecipativi assimilabili a titoli di debito (che prevedono, quindi, un obbligo di rimborso da parte della società).

La seconda parte del terzo capitolo analizza poi le modalità di offerta degli strumenti trattati nella prima parte, nonché i mercati in cui essi possono essere

negoziati. Tale parte dell'elaborato risulta di fondamentale importanza nell'ottica di far luce sulle opzioni che hanno le imprese innovative e le PMI in genere per reperire capitali attraverso canali alternativi al credito bancario. È un fatto notorio ai più la dipendenza delle imprese italiane dal sistema bancario, per molteplici ragioni di carattere ordinamentale e talvolta anche culturale. Il fenomeno del *crowdfunding* risulta fondamentale per slegare l'inestricabile e "obbligato" legame tra impresa e banca. Esso è appunto, una forma alternativa di finanziamento che permette alle imprese, sin dalle primissime fasi, di reperire capitali tramite portali online. La materia, che fino a pochi anni fa era regolata dalla disciplina interna, ad oggi risulta per la maggior parte regolata a livello unionale dal Regolamento UE 1503/2020, intervento finalizzato anche ad agevolare la *Capital Market Union*. Considerando che esso è entrato in vigore di recente e che era comunque previsto un periodo "transitorio", la disciplina risulta ancora in parte frammentaria e non chiara, auspicando che non si avrà un effetto di "rigetto" nel nostro sistema. Il legislatore è già intervenuto per adeguarvi il TUF ed anche la CONSOB ha emanato proprio in questi ultimi mesi un Regolamento che tenesse conto delle modifiche apportate al fenomeno del *crowdfunding*.

Vengono poi analizzati i segmenti di Euronext dedicati appositamente a Piccole e Medie Imprese, l'*Euronext Growth Milan* e l'*ExtraMot Pro*, rispettivamente per capitale di rischio e di debito. Essi sono appunto segmenti pensati e cuciti "su misura" per le imprese di dimensioni ridotte. Sono previste delle regole di accesso semplificate e adempimenti burocratici meno gravosi. Le potenzialità di tali mercati sono alquanto rilevanti per l'economia del Paese; tuttavia, ad oggi non risultano sfruttati a pieno. Vi potrebbero essere varie ragioni, tra le quali si rileva *in primis*

come, seppure vi siano tante semplificazioni ed esenzioni, resta applicabile la disciplina riguardo gli abusi di mercato, che rende il sistema complesso e gli emittenti esposti a rischi anche di natura penale. Si auspica, pertanto, se non la disapplicazione, sicuramente un adeguamento della disciplina avendo a mente le caratteristiche delle imprese di cui trattasi, ossia imprese di dimensioni ridotte e spesso di recente costituzione. Ulteriore elemento che ne ostacola in qualche modo lo sviluppo potrebbe rilevarsi anche nella regolamentazione. Nello specifico, non è tanto la mancanza di una disciplina che possa essere idonea a favorire la crescita di tali segmenti ed in generale la crescita delle PMI e delle imprese innovative nei mercati finanziari, che, come visto, prevede molteplici agevolazioni e benefici, bensì una frammentarietà della disciplina normativa ed una macchinosità dell'elaborazione della stessa. Sarebbe opportuno, pertanto, una riorganizzazione delle fonti normative ed una semplificazione strutturale e testuale delle stesse, per evitare che la disciplina di favore si riveli utile in astratto ma inaccessibile in concreto. Anche qui, considerando che i destinatari sono tendenzialmente piccoli imprenditori, non si può non tenere conto dei limiti che essi incontrano nel comprendere concretamente gli strumenti (di grande utilità) che il legislatore concede loro.

A chiusura dell'elaborato si è poi trattato dell'attualissimo tema della sostenibilità, di centrale importanza per il Pianeta in genere e, da qualche anno, al centro anche del settore finanziario. È stata effettuata una disamina degli interventi internazionali e sovranazionali che avessero come obiettivo garantire standard di sostenibilità, a partire dalla Conferenza delle Nazioni Unite sull'Ambiente e lo Sviluppo che si è tenuta a Rio de Janeiro nel 1992 nota anche come "Earth Summit", fino ad arrivare

al Next Generation EU. Si sono inoltre analizzati gli interventi normativi europei in tale direzione, a partire dalla Direttiva 2014/95/UE – *Non Financial Reporting Directive* (NFRD) fino ai giorni nostri. Si rileva come in ambito europeo il primo settore in cui si è sperimentata l'introduzione di standard e criteri volti ad uniformare e oggettivizzare la misurazione e la rendicontazione dei profili ESG (Environmental, Social and Governance), attraverso apposite norme tecniche è proprio il settore finanziario. La finanza sostenibile è un tema imprescindibile, pertanto, nel contesto in esame, considerando anche l'evoluzione che stanno avendo sia i temi inerenti all'innovazione sia quelli inerenti alla sostenibilità. Si rileva, ad esempio, come il Regolamento 2019/2088 – *Sustainability Finance Disclosure Regularion* “SFDR”, abbia introdotto importanti distinzioni tra prodotti finanziari sulla base dell'idoneità o l'impegno a generare un impatto positivo per la collettività e l'ambiente. Le regole e gli obiettivi di sostenibilità previsti a livello sovranazionale trovano quali diretti destinatari principalmente le grandi imprese. Tuttavia, nel presente elaborato, la normativa europea è analizzata, in particolare, nell'ottica della loro applicabilità anche alle imprese di ridotte dimensioni. Ciò che è emerso è che tali imprese non possono comunque prescindere dall'agire tenendo conto di criteri quali la *Corporate Social Responsibility* e gli standard ESG, sia in prospettiva futura, sia per introduzioni normative che ne rendono necessario l'adeguamento anche alle PMI, sia per la presenza di molteplici PMI nella *supply chain* e nella catena di valore delle imprese di grandi dimensioni, sia infine per ragioni di mera opportunità e convenienza per l'impresa stessa.

BIBLIOGRAFIA

ADIUTORI, Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative, in Start up e P.M.I., 2021.

BERARDI N., Le start up innovative e le PMI innovative, 2016.

BOLLETTINARI, Costituzione della s.r.l. start up innovativa senza atto pubblico e conseguenze in caso di perdita dei requisiti «innovativi», in Nuovo dir. soc., 2017, fasc. 12.

CAGNASSO O. e MAMBRIANI A, (a cura di), Start up e P.M.I. innovative, 2020.

CAGNASSO, Imprese innovative e nuove fonti di finanziamento, in Giur. it., 2016.

CAGNASSO, La società a responsabilità limitata, 2014.

CAGNASSO, PMI e sostenibilità alla luce dei fattori ESG, in Riv. Corp. Gov., Fasc. 1 – 2023.

CERRATO, Appunti per una “via italiana” al ESG: l’impresa “costituzionalmente solidale”, in "Analisi Giuridica dell'Economia, Studi e discussioni sul diritto dell'impresa", 1/2022.

CERRATO, La parabola di start-up e pmi dalla s.r.l. alla s.p.a., in La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso, a cura di Irrera, Torino, 2020.

CESARE, La crisi delle startup innovative, in “Il societario”, 2018.

CIAN, “Società start up innovative e PMI innovative”, Giur. comm., 2015.

CIAN, Le società start-up innovative. Profili definitivi e tipologici, in AIDA, 2013.

COMOLI, BAVAGNOLI e FILI, Il comparto della finanza e gli investimenti sostenibili, in Sostenibilità, impresa e stakeholder: profili manageriali, finanziari e operativi del bilancio sostenibile, 2023.

CORSO, Start-up e pmi innovative: scelte statutarie e finanziamento, 2018.

CUSA, Le quote di s.r.l. possono essere valori mobiliari, in Rivista delle società, Anno LXIII Fasc. 4 – 2019.

DALMARTELLO A., Sottoscrizione e circolazione dei titoli di debito di società a responsabilità limitata, in Riv. dir. civ., 2011.

DE LUCA N., Crowdfunding e quote "dematerializzate" di S.r.l.? Prime considerazioni, in Le nuove leggi civili commentate, I, 2016.

DONATIVI V., Il Trattato delle Società – Tomo III, 2022.

FORESTI, Direttiva ESG e impresa sostenibile – un'opportunità per le PMI, 2023

FREGONARA, L'equity based crowdfunding: un nuovo modello di finanziamento per le start up innovative, in Giur. it., 2016.

FREGONARA, Strumenti partecipativi, imprese innovative e P.M.I. s.r.l.- questioni aperte, in Rivista Orizzonti del diritto commerciale (online), Torino, 2021.

GIAKOUMELOU, RANDAZZO, SALVI, ESG e M&A, Normativa, operazioni, premi per il controllo, Giuffrè, 2023.

INCANTALUPO, Start up, Milano, 2018.

IRRERA, La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi: studi in onore di Oreste Cagnasso, Torino, Giappichelli, 2020.

LUONI, Obbligazioni, strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali, Bologna, 2010.

MALTONI M. E SPADA P., “L’impresa start up innovativa costituita in società a responsabilità limitata”, in Riv. not., 2013.

MONTALENTI P. e NOTARI M., Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?., Milano, Giuffrè, 2020

ONZA, L’“accesso” alla società per azioni ed alla società a responsabilità limitata, in Giur. comm., 2020.

PANETTA-SIGNORETTI, “Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria”, Questioni di economia e finanza, n. 63, Banca d’Italia, aprile 2014

PAVAN, Il Crowdfunding, cambia il tradizionale modo di fare impresa, Padova, 2018.

PEDERZINI DE GOTTARDO, Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali, Giur. Comm, 2022.

POLICARO, La raccolta di capitale “sul mercato”: equity crowdfunding e s.r.l. aperte, in Diritto ed Economia dell’Impresa, Giappichelli, Fasc. 5 – 2020.

PORTOLANO, Le regole di condotta applicabili a banche e imprese di investimento nell’ambito della disciplina in tema di equity crowdfunding, in Aspetti giuridici del crowdfunding, Intervento alla conferenza Crowdfuture 2.0, 2013.

RICCOBELLI, Capitale di rischio delle s.r.l.: piccole e medie imprese, 2023.

ROSSI, L’Unione bancaria nel processo di integrazione europea, intervento al convegno “Unione bancaria europea e rapporto banca-impresa”, CUOA Business School, Altavilla Vicentina, 7 aprile 2016.

SALVATORE L., “Le start up innovative tra dato normativo e prassi contrattuale”, in Riv. Soc., Fasc. 19 – 2014.

SANTORO, Garanzia della solvenza della società a responsabilità limitata in caso di circolazione di titoli di debito, in Dir. Banc. Mercati fin., 2004.

SCANO, Il “tipo”, in Le società a responsabilità limitata, a cura di Ibba-Marasà, I, Milano, 2020.

SERENELLA, S.r.l.-P.M.I.: disciplina del capitale e tipologia delle società, in Riv. Soc., Fasc. 3 – 2019.

TOMMASINI D., La garanzia per la solvenza nel trasferimento dei titoli di debito della società a responsabilità limitata, in Riv. dir. civ., 2007.

ZANARDONE, Della società a responsabilità limitata, in commento Schlesinger, Milano, 2010.

SITOGRAFIA

“Dal Green Deal al Next Generation EU”
https://asvis.it/public/asvis2/files/Pubblicazioni/Quaderno_Obiettivi_di_sviluppo_sostenibile_e_politiche_europee.pdf

A.C. 5626 - Schede di lettura,
documenti.camera.it/leg16/dossier/Testi/D12179.htm#_Toc348596373, 10
dicembre 2012

CECCHINATO P., <https://www.altalex.com/documents/2023/03/30/g-u-decreto-servizi-crowdfunding-impres>.

Commissione europea, 2019. *“Comunicazione della Commissione europea al parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, alla Banca centrale europea, al Comitato economico e sociale europeo e al comitato delle regioni. Il Green Deal europeo.*

DENTONS, ‘The new ECSP-Proposal reaches the home straight on harmonized crowdfunding rules’(July 30, 2020) <https://www.dentons.com/en/insights/articles/2020/july/30/the-new-ecsp-proposal-reaches-the-home-straight-on-harmonized-crowdfunding-rules>, Accessed 7 July 2022.

EU High-Level Expert Group on sustainable finance (HLEG). Final Report “Financing a sustainable european economy”, 2018.

<https://ec.europa.eu/docsroom/documents/47114/attachments/1/translations/en/renditions/native>

<https://www.mimit.gov.it/index.php/it/impresa/piccole-e-medie-impres/commissione-dimensione-aziendale>.

<https://www.pmi.it/economia/lavoro/377730/definizione-pmi-quando-si-parla-di-piccole-e-medie-impres.html>

LOTTI, Nannini (Impact Hub): *“Ecco come dai banchi di scuola si può imparare a fare impresa”*, in <http://ischool.startupitalia.eu>.

MINISTERO DELLO SVILUPPO ECONOMICO, “Restart Italia”

PNRR – <https://www.governo.it/sites/governo.it/files/PNRR.pdf>

Ripensare l'istruzione", COM(2012)669 definitivo, in www.eur-lex.europa.eu