

PUBBLICAZIONE TRIMESTRALE

ISSN: 2279-9737

Rivista
di Diritto Bancario

dottrina
e giurisprudenza
commentata

APRILE/GIUGNO

2020

rivista.dirittobancario.it

DIREZIONE

DANNY BUSCH, GUIDO CALABRESI, PIERRE-HENRI CONAC,
RAFFAELE DI RAIMO, ALDO ANGELO DOLMETTA, GIUSEPPE FERRI
JR., RAFFAELE LENER, UDO REIFNER, FILIPPO SARTORI,
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI, THOMAS ULEN

COMITATO DI DIREZIONE

FILIPPO ANNUNZIATA, PAOLOEFISIO CORRIAS, MATTEO DE POLI,
ALBERTO LUPOI, ROBERTO NATOLI, MADDALENA RABITTI,
MADDALENA SEMERARO, ANDREA TUCCI

COMITATO SCIENTIFICO

STEFANO AMBROSINI, SANDRO AMOROSINO, SIDO BONFATTI,
FRANCESCO CAPRIGLIONE, FULVIO CORTESE, AURELIO GENTILI,
GIUSEPPE GUIZZI, BRUNO INZITARI, MARCO LAMANDINI, DANIELE
MAFFEIS, RAINER MASERA, UGO MATTEI, ALESSANDRO
MELCHIONDA, UGO PATRONI GRIFFI, GIUSEPPE SANTONI,
FRANCESCO TESAURO+

COMITATO ESECUTIVO

ROBERTO NATOLI, FILIPPO SARTORI, MADDALENA SEMERARO

COMITATO EDITORIALE

GIOVANNI BERTI DE MARINIS, ANDREA CARRISI, ALBERTO GALLARATI, EDOARDO GROSSULE, LUCA SERAFINO LENTINI (SECRETARIO DI REDAZIONE), PAOLA LUCANTONI, UGO MALVAGNA, ALBERTO MAGER, MASSIMO MAZZOLA, EMANUELA MIGLIACCIO, FRANCESCO PETROSINO, ELISABETTA PIRAS, FRANCESCO QUARTA, CARMELA ROBUSTELLA

COORDINAMENTO EDITORIALE

UGO MALVAGNA

DIRETTORE RESPONSABILE

FILIPPO SARTORI

NORME PER LA VALUTAZIONE E LA PUBBLICAZIONE

LA RIVISTA DI DIRITTO BANCARIO SELEZIONA I CONTRIBUTI OGGETTO DI PUBBLICAZIONE SULLA BASE DELLE NORME SEGUENTI.

I CONTRIBUTI PROPOSTI ALLA RIVISTA PER LA PUBBLICAZIONE VENGONO ASSEGNATI DAL SISTEMA INFORMATICO A DUE VALUTATORI, SORTEGGIATI ALL'INTERNO DI UN ELENCO DI ORDINARI, ASSOCIATI E RICERCATORI IN MATERIE GIURIDICHE, ESTRATTI DA UNA LISTA PERIODICAMENTE SOGGETTA A RINNOVAMENTO.

I CONTRIBUTI SONO ANONIMIZZATI PRIMA DELL'INVIO AI VALUTATORI. LE SCHEDE DI VALUTAZIONE SONO INVIATE AGLI AUTORI PREVIA ANONIMIZZAZIONE.

QUALORA UNO O ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO UN PARERE FAVOREVOLE ALLA PUBBLICAZIONE SUBORDINATO ALL'INTRODUZIONE DI MODIFICHE AGGIUNTE E CORREZIONI, LA DIREZIONE ESECUTIVA VERIFICA CHE L'AUTORE ABBAIA APPORTATO LE MODIFICHE RICHIESTE.

QUALORA ENTRAMBI I VALUTATORI ESPRIMANO PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO VIENE RIFIUTATO. QUALORA SOLO UNO DEI VALUTATORI ESPRIMA PARERE NEGATIVO ALLA PUBBLICAZIONE, IL CONTRIBUTO È SOTTOPOSTO AL COMITATO ESECUTIVO, IL QUALE ASSUME LA DECISIONE FINALE IN ORDINE ALLA PUBBLICAZIONE PREVIO PARERE DI UN COMPONENTE DELLA DIREZIONE SCELTO RATIONE MATERIAE.

SEDE DELLA REDAZIONE

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TRENTO, FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA, VIA VERDI 53,
(38122) TRENTO – TEL. 0461 283836

Uno sguardo al Decreto Rilancio: tra principi di finanziarizzazione e obiettivi di innovazione delle attività economiche.

SOMMARIO: 1. Le contingenti esigenze dovute allo scoppio della pandemia alla luce dei principi comunitari. – 2. Obiettivi e caratteri dei nuovi interventi. – 3. Le misure in favore delle start-up e delle piccole e medie imprese innovative. – 4. Il nuovo disegno regolamentare tra finanziarizzazione delle imprese e supporto all'innovazione tecnologica. – 5. Brevi considerazioni conclusive.

1. Le contingenti esigenze dovute allo scoppio della pandemia alla luce dei principi comunitari

Tra le numerose misure di reazione ai gravi effetti che la pandemia Covid-19 ha causato sul sistema economico italiano il recente Decreto Rilancio¹, la cui adozione ha avuto un percorso denso di difficoltà e ritardi, ha posto un'attenzione particolare su diversi aspetti legati al sostegno e al rilancio dell'innovazione tecnologica, riservando ampio spazio ad una serie di interventi in favore dell'ecosistema dell'impresa innovativa di piccola e di media dimensione oltre che di nuova istituzione.

Al fine di favorire e di promuovere, necessariamente ed in via d'urgenza, meccanismi operativi capaci di convogliare verso l'economia reale flussi di risorse sufficienti per tentare di contrastare le conseguenze dovute al c.d. *lockdown*, tra le quali la vertiginosa caduta nei livelli di offerta e di domanda di beni e di servizi in quasi tutti i settori economici², il nostro Governo ha dettato un ampio pacchetto di

¹ Decreto Legge 19 maggio 2020, n. 34, Misure urgenti in materia di salute, sostegno al lavoro e all'economia, nonché di politiche sociali connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19, (20G00052), in G.U. Serie Generale n.128 del 19 maggio 2020 - Suppl. Ordinario n. 21.

² R. LEONCINI, *Verso il post emergenza Covid-19: Business as usual o nuove opportunità?*, in *Federalismi.it.*, Editoriale del 29 aprile 2020, sottolinea come la crisi ha colpito contemporaneamente sia il versante dell'offerta (alimentando la chiusura di moltissime attività produttive e amplificandone l'effetto negativo a causa delle interruzioni delle articolate catene del valore che sono alla base dei processi produttivi distribuiti geograficamente) che quello della domanda (sia interna che estera, con il

misure destinate alle imprese start-up innovative ed alle Pmi innovative. Queste, con ogni evidenza, sono ritenute di importanza strategica per il raggiungimento degli obiettivi politico-economici connessi all'immediato sostegno di tutto il sistema ed allo stimolo della ripartenza e della ripresa interna. Il binomio tra iniziativa imprenditoriale privata ed innovazione tecnologica ha assunto, in tal modo, una rinnovata centralità nelle azioni di Governo, influenzando presupposti ed obiettivi dei nuovi interventi, volti a individuare adeguati strumenti che possano garantire stabilità e crescita, sia nel breve sia nel lungo periodo.

In effetti le nuove misure, esaminate sotto un profilo strutturale che tenta di astrarsi da una visione strettamente legata al contesto attuale, si pongono nel solco già tracciato dal nostro ordinamento e, prima ancora, dalle istituzioni europee ed internazionali, relativo ai programmi di sviluppo che, naturalmente, non potevano immaginare quanto accaduto. Nel Piano Nazionale "Strategia per l'innovazione tecnologica e la digitalizzazione del Paese", l'innovazione e la digitalizzazione sono state poste al centro di un progetto di riforma strutturale dello Stato, per la riconosciuta capacità di promuovere maggiore democrazia, uguaglianza, etica, giustizia e inclusione e di tracciare un indirizzo comune per imprimere una trasformazione tecnologica al nostro Paese³. A sua volta tale strategia affonda le proprie radici nell'ambito dei diciassette Obiettivi di Sviluppo Sostenibile (SDGs) elencati dalle Nazioni Unite nell'Agenda 2030, presentata nel settembre 2015, in cui viene ricompresa la promozione della crescita sostenibile e dello sviluppo tecnologico. In tale contesto, i servizi digitali vengono considerati strumenti necessari per lo sviluppo del sistema privato economicamente sostenibile e socialmente inclusivo per ogni cittadino, messo in grado di godere dei medesimi nuovi diritti senza distinzione sociale, economica, anagrafica, territoriale e di altra natura. Il

vero e proprio crollo di alcune tipologie di consumi e la riduzione dei redditi conseguente alla forzata chiusura di molte realtà produttive).

³ Così il Documento "Strategia per l'innovazione tecnologica e la digitalizzazione del Paese 2025", presentato a dicembre 2019, che pone tre sfide principali - digitalizzazione, innovazione e sviluppo etico e sostenibile - realizzabili attraverso nove obiettivi che sono conformi alle venti (+1) azioni pratiche e fattibili "per accompagnare la Pubblica Amministrazione, le aziende, il nostro Paese e noi cittadini nel futuro che abbiamo immaginato".

perseguimento di tali finalità è rimesso ad interventi capaci di garantire sufficienti livelli di investimenti in innovazione, anche da parte dello Stato, tali da poter indirizzare le risorse economiche verso quei settori che presentano, accanto ad interessi meramente privati, anche importanti risvolti per l'intera collettività.

È chiaro, naturalmente, che le nuove misure assumono aspetti del tutto peculiari, legati al momento storico della loro adozione ed alle necessità da esso derivanti, caratterizzandosi per la presenza di un marcato intervento da parte dello Stato nello svolgimento dei rapporti economici privati nel tentativo di salvaguardare l'intero sistema. L'emergenza Covid-19, infatti, ha posto il nostro Paese, analogamente a tutto il resto del mondo, di fronte alla necessità di garantire immediate soluzioni capaci di supportare interi settori produttivi e distributivi gravemente colpiti dalla crisi economica, generatasi a seguito dell'emergenza sanitaria, pur mantenendo, per quanto possibile, i meccanismi operativi lasciati ai principi di mercato.

L'eccezionalità degli eventi⁴, pertanto, ha giustificato, anche rispetto ai principi europei e nazionali dettati in tema di divieto di aiuti di Stato e di protezione delle regole sulla concorrenza, le scelte operate nel nostro ordinamento, accomunate dai medesimi intenti, in un contesto in cui «il diritto emergenziale dell'economia che va manifestandosi nel corso della crisi pandemica è connotato da una pletora di deroghe o eccezioni alle discipline di base, di volta in volta rilevanti»⁵. È dovuta

⁴ Il primo comma dell'art.56 (Misure di sostegno finanziario alle micro, piccole e medie imprese colpite dall'epidemia di COVID-19) del D.L.17 marzo 2020, n. 18 (in Gazzetta Ufficiale - Serie generale - Edizione Straordinaria n. 70 del 17 marzo 2020), convertito con modificazioni in L. 24 aprile 2020, n. 27 recante: "Misure di potenziamento del Servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese connesse all'emergenza epidemiologica da COVID-19. Proroga dei termini per l'adozione di decreti legislativi", in G.U. Serie Generale n.110 del 29-04-2020 - Suppl. Ordinario n. 16, espressamente ritiene, pur nel contesto del detto articolo, che «l'epidemia da COVID-19 è formalmente riconosciuta come evento eccezionale e di grave turbamento dell'economia, ai sensi dell'articolo 107 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea». Le misure adottate, pertanto, sono giustificate dal richiamo a tale principio, di cui alla lett. b) del paragrafo 2 della richiamata disposizione, che sembra potersi estendere all'intera produzione normativa di questo periodo emanata per le citate finalità.

⁵ F. ANNUNZIATA, *La distribuzione di prodotti di investimento e l'emergenza sanitaria. Una proposta*, Editoriale del maggio 2020, in *dirittobancario.it.*, per il quale «Molti istituti capisaldi del sistema sono stati sospesi, così come molte riforme,

alla stessa Commissione Europea l'espressa qualificazione della pandemia Covid-19 in termini di "evento eccezionale" che giustifica la lunga serie di interventi dei vari Stati comunitari, ammettendone l'adozione nel momento in cui presentino caratteri di assoluta eccezionalità, di temporaneità e di emergenza⁶. In tal senso si esprimono chiaramente, infatti, i punti 17 e 18 del recente *Temporary Framework* nell'ambito dei quali la Commissione ha fissato i passaggi fondamentali esplicativi del proprio orientamento, richiamando principi normativi ed interpretazioni istituzionali. Così, tenuto conto che (punto 17) ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b) TFUE, la Commissione può dichiarare compatibili con il mercato interno gli aiuti destinati « a porre rimedio a un grave turbamento dell'economia di uno Stato membro » e che di tale principio gli organi giurisdizionali dell'Unione hanno adottato un'interpretazione rigorosa, specificando che il turbamento deve colpire la totalità o una parte importante dell'economia dello Stato membro interessato e non solo quella di una delle sue regioni o parte del territorio, ha ritenuto espressamente (punto 18) che l'epidemia da Covid-19 interessa tutti gli Stati membri e che le misure di contenimento adottate dagli stessi sono giustificate e possono essere dichiarate compatibili con il mercato interno ai sensi dell'articolo 107, paragrafo 3, lettera b) del TFUE, per un periodo limitato, al fine di ovviare alla carenza di liquidità delle imprese e garantire che gli effetti negativi ne compromettano la redditività⁷. L'ammissibilità di tali

anche recenti, viste come necessarie – ad esempio il nuovo Codice della crisi d'impresa – sono state sterilizzate e la loro applicazione rinviata. Questi interventi hanno interessato la disciplina societaria, fallimentare, contrattuale, contabile e fiscale, giungendo ad interessare anche la disciplina di vigilanza prudenziale sulle banche, con l'introduzione di deroghe e di eccezioni volte ad agevolare il finanziamento del tessuto economico. Molti tabù stanno cadendo, o sono già caduti»

⁶ In tal senso COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione "*Quadro temporaneo per le misure di aiuto di Stato a sostegno dell'economia nell'attuale emergenza del COVID-19*", del 19.3.2020, C (2020) 1863 final, che ha dettato un quadro temporaneo legale per consentire agli Stati membri di avvalersi pienamente della **flessibilità prevista dalle norme sugli aiuti di Stato al fine di sostenere i rispettivi sistemi economici e, per essi, quello complessivo europeo.**

⁷ Ai sensi del punto 39) «la comunicazione è giustificata dalle attuali circostanze eccezionali e cesserà di essere applicabile il 31 dicembre 2020. La Commissione può modificarla prima di tale data sulla base di importanti considerazioni di politica della concorrenza o economiche. Se necessario o opportuno, la Commissione può anche fornire ulteriori chiarimenti su particolari aspetti».

interventi è sottoposta al rispetto ed all'attuazione dei principi di specificità e di proporzionalità, mentre la loro pratica attuazione deve tenere conto anche degli obiettivi europei volti a favorire l'evoluzione del sistema, informato al rispetto dell'ambiente ed allo sfruttamento dei sistemi digitali (punto 10 della richiamata Comunicazione).

Per le suddette finalità, la Commissione Europea ha delegato ai singoli Stati membri l'adozione di misure applicative, tenuto conto che la normativa europea consente loro di attuare azioni rapide ed efficaci a sostegno di cittadini e di imprese. Ogni Stato membro dovrà dimostrare che le misure di aiuto, di cui ha informato la Commissione, adottate in esecuzione del quadro temporaneo, sono necessarie, adeguate e proporzionate a porre rimedio al grave turbamento economico e che sono pienamente rispettose delle condizioni in esso fissate.

Con successiva comunicazione dell'8 maggio la Commissione ha ulteriormente ampliato il perimetro di ammissibilità degli aiuti di Stato che intendono sostenere la ricapitalizzazione delle imprese e fornire alle aziende non finanziarie prestiti subordinati, tutelando il *level playing field* nell'ambito dell'Unione europea. Tali forme di intervento dovranno sottostare a condizioni rigorose, limitando le possibili distorsioni della concorrenza e garantendo le normali condizioni di mercato sia nell'acquisto che nella vendita dei diversi strumenti finanziari emessi dalle società⁸.

Gli interventi adottati dal nostro legislatore d'urgenza si inseriscono pienamente, peraltro, nel solco tracciato dalle recenti Raccomandazioni specifiche dettate dal Consiglio Europeo all'Italia le quali, sebbene si concentrino sulle modalità per fronteggiare l'impatto socio-economico della pandemia e agevolare la ripresa economica, richiamano anche quelle precedenti, adottate il 9 luglio 2019, che riguardavano riforme essenziali per affrontare le sfide strutturali a medio e lungo termine (così il punto 25)⁹. Secondo il Consiglio la crisi in corso dovrebbe

⁸ In ordine al quadro delle condizioni economiche fissate dal *Temporary Framework* si veda A. SACCO GINEVRI, *Supporto alle imprese italiane da parte di un patrimonio destinato che verrà costituito da Cassa depositi e prestiti S.p.A. con apporto di beni dal Ministero dell'Economia*, in *Newalert* del 20.05.2020, su www.chiomenti.it.

⁹ CONSIGLIO EUROPEO, *Raccomandazione del Consiglio programma nazionale di riforma 2020 dell'Italia e che formula un parere del Consiglio sul programma di*

diventare un'occasione per accelerare un processo di modernizzazione dell'economia, interna ed europea, che applichi i principi di tali Raccomandazioni alla stregua di linee guida per il prossimo futuro. Tra queste assumono particolare rilievo l'*incipit* della numero 1) che autorizza l'Italia ad «attuare, in linea con la clausola di salvaguardia generale, tutte le misure necessarie per affrontare efficacemente la pandemia e sostenere l'economia e la successiva ripresa», e la numero 3) sostanzialmente rivolta a consentire, nell'arco temporale degli anni 2020/2021, l'adozione di una serie di provvedimenti necessari a «garantire l'effettiva attuazione delle misure volte a fornire liquidità all'economia reale, in particolare alle piccole e medie imprese, alle imprese innovative e ai lavoratori autonomi, ed evitare ritardi nei pagamenti; a promuovere gli investimenti privati per favorire la ripresa economica; a concentrare gli investimenti sulla transizione verde e digitale, in particolare ricerca e innovazione, su infrastrutture digitali rafforzate per garantire la fornitura di servizi essenziali». L'auspicio del Consiglio è quello che gli Stati membri e l'Unione collaborino nella predisposizione di ogni misura necessaria per tornare al normale funzionamento delle nostre società ed economie e ad una crescita sostenibile, che tra l'altro favorisca la transizione verde e la trasformazione digitale, «traendo dalla crisi tutti gli insegnamenti possibili» (punto 6).

Per quanto più da vicino concerne il tema della presente breve indagine, al livello europeo già da tempo sono state adottate delle politiche di incentivazione per l'avvio e lo sviluppo di start-up per contrastare la disoccupazione giovanile e per agevolare l'accesso al credito da parte di quelle imprese che investono in innovazione¹⁰. I

stabilità 2020 dell'Italia, del 20.5.2020, COM (2020), 512 final. Si tratta di quattro Raccomandazioni per l'Italia: due sono di carattere generale e riguardano la necessità di investire nei settori più colpiti, fornendo liquidità alle imprese, con particolare riferimento all'innovazione digitale, alla sostenibilità ambientale e all'equità sociale; le altre due, sono volte a promuovere l'efficienza amministrativa e giudiziaria, e a perseguire politiche di bilancio per raggiungere posizioni prudenti nel medio termine e garantire la sostenibilità del debito, quando le condizioni lo consentano.

¹⁰ COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione *Europa 2020 Una strategia per una crescita intelligente*, del 3/3/2010 COM (2010), 2020 definitivo e COMMISSIONE EUROPEA, Comunicazione della Commissione al Parlamento Europeo, al Consiglio, al Comitato Economico e Sociale Europeo e al Comitato delle Regioni,

relativi criteri direttivi hanno trovato attuazione nel nostro ordinamento attraverso una serie di provvedimenti emanati dall'inizio dello scorso decennio, di cui si darà conto nel prosieguo, focalizzati sull'imprenditorialità innovativa e sul connesso sviluppo. Anche quei provvedimenti, seppur adottati con il precipuo scopo di reagire ad una situazione di crisi supportando lo sviluppo e la crescita del Paese sotto il profilo economico-finanziario, hanno introdotto diverse misure che si sono rivelate parte strutturale di un rinnovato sistema normativo societario e finanziario¹¹. Anche il Decreto Rilancio, per come tenderemo di spiegare, introduce delle misure che con ogni probabilità oltre a proporsi come immediato rimedio alle attuali criticità, incideranno in maniera profonda anche sull'assetto futuro dei rapporti tra le imprese e tra queste ed i risparmiatori.

2. Obiettivi e caratteri dei nuovi interventi

L'attuale scenario economico e sociale ha cambiato radicalmente ogni precedente condizione ed equilibrio, con una portata che, certamente, si ripercuoterà anche nel futuro. La capacità di produzione di reddito delle famiglie e delle imprese si è drasticamente ridotta, comportando una diminuzione delle risorse liquide disponibili da far circolare nel sistema economico e abbassando, rispettivamente, la propensione al consumo, al risparmio ed all'impegno e la capacità di investimento, di produzione e di distribuzione. Tali *shock* hanno riguardato anche gli investitori, che hanno dovuto rivedere i piani programmatici di impiego a causa delle forti incertezze e dell'assoluta imprevedibilità dell'evoluzione dei fenomeni, anche da un punto di vista temporale. Per questi motivi si è ritenuto, da più parti, «indispensabile un ricorso ad un intervento salvifico della finanza, chiamata a svolgere un'azione di soccorso per superare la grave situazione indotta dal coronavirus»¹². Il

Piano d'azione imprenditorialità 2020, Rilanciare lo spirito imprenditoriale in Europa, del 9/1/2013, COM (2012), 795 final.

¹¹ Si veda a tal proposito V. SANTORO, E. TONELLI, *Equity Crowdfunding ed imprenditorialità innovativa*, in questa *Rivista*, 2014, pag. 6 ss.

¹² Così espressamente F. CAPRIGLIONE, *La Finanza UE al tempo del coronavirus*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2020, I, 1 ss., il quale sottolinea come il nostro Governo, già in sede di c.d. Decreto Liquidità, D.L. 8 aprile 2020, n. 23, accanto ad interventi a sostegno della sanità e delle famiglie, abbia previsto anche investimenti strutturali,

nostro Governo, anche a seguito dei richiamati indirizzi europei, ha adottato diverse misure a sostegno sia della domanda che dell'offerta di beni e servizi, ritenendo necessario intervenire per mantenere adeguati flussi di liquidità verso l'economia reale e preservare la continuità dei meccanismi economici. Come accennato in apertura, una particolare attenzione è stata riposta sulle nuove iniziative imprenditoriali ovvero su quelle di piccola e di media dimensione, che costituiscono l'ossatura portante del nostro sistema, ritenute particolarmente fragili ed esposte a rischi recessivi. Sono proprio queste, infatti, che a causa dei rilevati *shock* risentono maggiormente dell'aggravamento delle condizioni economiche, sia per ragioni connesse alla propria organizzazione e attività svolta sia per quelle legate alla struttura finanziaria, fortemente dipendente dal credito bancario.

I nuovi interventi si sono sviluppati lungo principali linee direttrici, all'interno delle quali si sono articolati diversi percorsi a seconda degli strumenti scelti e dei destinatari degli stessi. Così sono stati previsti contributi a fondo perduto e agevolazioni fiscali, sovvenzioni dirette, garanzie per l'erogazione di prestiti bancari, erogazioni di crediti agevolati alle imprese, garanzie per le banche che veicolano aiuti di Stato all'economia reale, assicurazioni dei crediti all'esportazione a breve termine. Ai fini della presente indagine, si intende soffermare l'attenzione su quelle misure che intendono incentivare gli investimenti, sia in capitale di rischio sia in capitale di debito, nelle imprese non quotate di ridotta dimensione. Nonostante l'elevato numero delle disposizioni adottate e la loro complessità, che toccano aspetti trasversali di diverse normative, si tenterà di individuare alcuni fattori che, ad una prima lettura, sembrano presentare particolare interesse. Il disegno delineato predilige le misure di capitalizzazione che, potendo fornire alle imprese nuova liquidità da reinvestire nei processi produttivi, possono costituire un vero e proprio volano per la creazione di ricchezza e il mantenimento dell'occupazione, con

che costituiscono la parte iniziale di un più ampio piano strategico che dovrebbe essere incentrato essenzialmente su una «logica ricostruttiva» del nostro Paese, orientata alla ridefinizione di un innovativo programma di sviluppo fondato non solo su interventi a favore della industria e dell'agricoltura, bensì sull'impegno per il *Green Deal* e sulla realizzazione di nuove infrastrutture; a tal fine richiama quanto ritenuto da R. MASERA, *Buoni investimenti in (buone infrastrutture)*, in *La Repubblica, Affari e finanza*, del 23 marzo 2020.

conseguenti aumenti dei livelli di reddito delle famiglie e, quindi, dei consumi.

Tra le disposizioni del Capo I, Misure di sostegno, del Titolo II, Sostegno alle imprese e all'economia, del Decreto Rilancio, l'art. 26, rubricato "Rafforzamento patrimoniale delle imprese di medie dimensioni", detta una serie di previsioni in favore delle società non quotate, volte ad aumentare la loro patrimonializzazione per poter assorbire, in tempi celeri, le perdite subite. A tal fine, si è scelto di intervenire sia nella direzione di supportare la capitalizzazione dell'impresa, attraverso meccanismi che possano stimolare gli investimenti in capitale di rischio della stessa, sia in quella di favorire operazioni di finanziamento tra il pubblico, prevedendo specifiche misure volte a posticipare, se non addirittura limitare, la restituzione del capitale di debito ricevuto. Proprio questo secondo aspetto presenta profili particolarmente interessanti per l'intero nuovo meccanismo, incidendo in via diretta sull'attuazione delle operazioni sul capitale sociale delle imprese.

Tra le condizioni elencate dai commi primo e secondo della richiamata disposizione, che l'impresa deve soddisfare per poter accedere a queste particolari misure di sostegno, viene richiesta l'esecuzione di un aumento del capitale a pagamento integralmente versato entro il 31 dicembre 2020 per un ammontare non inferiore a 250.000 euro¹³. Solo tali imprese potranno accedere alla misura di cui al successivo comma 12.

I commi 12 e seguenti adottano un meccanismo particolare per incentivare gli investimenti nel capitale di debito delle piccole e delle medie imprese. Viene istituito un particolare Fondo, denominato "Fondo Patrimonio PMI" deputato a sottoscrivere, entro il 31 dicembre 2020 ed entro i limiti della sua dotazione, obbligazioni o titoli di debito di nuova emissione, emessi dalle società di cui al comma 1, che soddisfano le condizioni di cui al comma 2, per un ammontare massimo determinato (pari al minore importo tra tre volte l'ammontare

¹³ Le ulteriori condizioni richieste dal medesimo comma riguardano: *a*) l'ammontare dei ricavi relativo al periodo d'imposta 2019, superiore a cinque milioni di euro, ovvero dieci milioni di euro nel caso della misura prevista al comma 10 e fino a cinquanta milioni di euro; *b*) la riduzione, a causa dell'emergenza epidemiologica nei mesi di marzo e aprile 2020, dell'ammontare dei ricavi rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente in misura non inferiore al 33%.

dell'aumento di capitale di cui al comma 1, lettera c e il 12,5% dell'ammontare dei ricavi di cui al comma 1, lettera a). La gestione del Fondo, cui viene destinata una dotazione iniziale pari a quattro milioni di euro per l'anno in corso, viene affidata all'Agenzia nazionale per l'attrazione degli investimenti e lo sviluppo di impresa Spa-Invitalia ovvero a società da questa interamente controllate.

Elemento centrale di favore per l'impresa finanziata è che tali strumenti di debito, ai sensi del successivo comma 14, potranno essere rimborsati decorsi sei anni dalla loro sottoscrizione, pur essendo prevista la possibilità di un rimborso anticipato decorsi tre anni dal medesimo *dies a quo*. In favore degli altri creditori della stessa è previsto che, in caso di sottoposizione dell'impresa finanziata a fallimento o ad altra procedura concorsuale, i crediti del Fondo per il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi siano postergati rispetto al pagamento di ogni altro credito e prima di quelli previsti dall'articolo 2467 c.c.

Ai sensi del comma 15, la società emittente assume l'impegno di: a) non deliberare o effettuare, dalla data dell'istanza e fino all'integrale rimborso degli strumenti finanziari, distribuzioni di riserve e acquisti di azioni proprie o quote e di non procedere al rimborso di finanziamenti dei soci; b) destinare il finanziamento a sostenere costi di personale, investimenti o capitale circolante impiegati in stabilimenti produttivi e attività imprenditoriali che siano localizzati in Italia; c) fornire al gestore un rendiconto periodico, con i contenuti, la cadenza e le modalità da quest'ultimo indicati, al fine di consentire la verifica degli impegni assunti ai sensi del presente comma e di quanto previsto al comma 16.

L'intervento da parte dello Stato non si risolve in una partecipazione diretta al capitale sociale dell'impresa finanziata, il quale verrà sottoscritto secondo le procedure scelte dalla singola società, ma andrà ad agevolare un'operazione di finanziamento che prevede un particolare regime fiscale di favore oltre ad una tempistica specifica riguardo gli obblighi di restituzione del capitale ricevuto. Si tratta, però, di un finanziamento di scopo, poiché, ai sensi della richiamata lettera b) del comma 15, la società dovrà utilizzare le somme ricevute nei modi e nei termini ivi previsti.

Questo meccanismo coniuga l'intervento statale, realizzato attraverso una sorta di anticipazione sulle somme destinate alle

necessità più immediate dell'impresa, con quello di natura privata, demandato ai soci o ai soggetti terzi interessati all'investimento nella società, probabilmente volto a dotare la stessa società di strumenti efficienti per affrontare, anche in un'ottica di più lungo periodo, la situazione di crisi. Tale meccanismo potrebbe essere ricondotto al principio del c.d. *pari passu*, che certamente rappresenta una novità interessante ma che necessita una precisa disciplina che garantisca certezza dell'intervento pubblico e contemporanea correttezza dei comportamenti delle imprese finanziate. Il limite dello stesso è dato proprio dalla natura della misura, riconducibile ad una vera e propria operazione di finanziamento che la società, sebbene a condizioni ed in termini di favore, dovrà comunque restituire con i proventi della propria attività. Nessuna copertura è invece prevista per le perdite subite in questo periodo, derivanti dal calo della produzione e della domanda, che dovranno comunque essere sopportate dall'impresa con gli strumenti ordinari.

La soluzione, certamente interessante per gli incentivi offerti e per le modalità della sua struttura, appare comunque legata all'esito dell'operazione di aumento del capitale sociale che, qualora non sia rivolta al pubblico dei risparmiatori e pertanto non possa usufruire dei vantaggi offerti dal mercato dei capitali, dipende dalle intenzioni oltre che dalle disponibilità dei soci, lasciando in capo a questi gli ulteriori oneri economici delle scelte aziendali.

Un particolare incentivo era stato previsto in sede di bozza preliminare del decreto, che stabiliva che nessun interesse sarebbe stato dovuto dalla società finanziata qualora la stessa avesse mantenuto fino al rimborso degli strumenti finanziari il numero di occupati al 1 gennaio 2020 ovvero avesse effettuato investimenti per finalità di digitalizzazione dell'attività, innovazione produttiva o sostenibilità ambientale e le altre finalità di cui al comma 86 dell'art. 1 della legge n. 169 del 2019. Tale previsione è stata sostituita dalla delega ad un ulteriore emanando decreto ministeriale dell'indicazione di specifici obiettivi al raggiungimento dei quali può essere accordata un'eventuale riduzione del valore di rimborso degli strumenti finanziari. Anche sotto questo aspetto, la scelta adottata appare meno conveniente rispetto a quella originariamente prospettata, rimarcandosi la possibile non sufficiente efficacia della stessa in termini di attuazione pratica.

L'ulteriore incentivo che, al contrario, è rimasto anche nella versione definitiva del Decreto riguarda la possibilità, di cui all'ultimo periodo del comma 12 dell'art. 26, di emettere tali strumenti finanziari in deroga ai limiti di cui all'art. 2412, primo comma, c.c.

Sul punto è da rilevare come il I comma dell'art. 2412 c.c. fissa i limiti generali all'emissione di obbligazioni, individuandolo in una somma complessivamente non superiore al doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio di esercizio approvato. I successivi commi introducono delle ipotesi derogatorie ove, alle previste condizioni, i detti limiti possono essere superati. Così avviene in caso di obbligazioni destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale, di cui al secondo comma, ovvero in caso di obbligazioni garantite da ipoteca, di cui al terzo comma, ovvero ancora in caso di emissioni di obbligazioni destinate ad essere quotate in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero di obbligazioni che attribuiscono il diritto di acquisire o di sottoscrivere azioni, di cui al quinto comma. Tale regime derogatorio, escludendo l'applicazione dei suddetti limiti e della *ratio* sottostante, può essere giustificato dalla necessità di favorire il ricorso al finanziamento sul mercato dei capitali da parte di tali imprese pur mantenendo sufficienti livelli di protezione per gli investitori, di fatto dotati di competenze e conoscenze finanziarie ampie e particolari¹⁴.

¹⁴ Ampio è il dibattito in ordine all'individuazione della *ratio* della disciplina di cui al richiamato art. 2412 c.c. La dottrina prevalente - formatasi già prima della riforma societaria e successivamente suffragata dal tenore letterale della Relazione di accompagnamento secondo cui i nuovi limiti sono diretti ad impedire che gli azionisti ricorrano al mercato del capitale di credito a medio-lungo termine in misura eccessiva rispetto a quanto rischiano in proprio - ritiene che la funzione dei limiti previsti sia quella di assicurare un rapporto equilibrato tra capitale di rischio e capitale di debito, in maniera da distribuire equamente il rischio d'impresa tra azionisti e obbligazionisti e da evitare che un eccessivo indebitamento possa compromettere la stabilità e la solvibilità della società: così P. FIORIO, *L'emissione di obbligazioni. Limiti all'emissione*, in *Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, W. Bigiavi (diretta da), Torino, 2013, 460; G. GIANNELLI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in *Diritto delle società*, Milano, 2008, 163; O. CAPOLINO, *Commento sub art. 2412 c.c.*, in *Commentario Romano al Nuovo Diritto delle Società*, F. D'Alessandro (diretto da), Padova, 2010, 483 ss. Una diversa opinione configura le limitazioni alla stregua di una garanzia in senso tecnico per gli obbligazionisti, in forza di una interpretazione letterale della Relazione al codice

Tale normativa era già stata oggetto di rivisitazione da parte del nostro legislatore che, giusta le disposizioni contenute nel comma 26 dell'art. 32 del c.d. Decreto Sviluppo¹⁵, che hanno riformulato il quinto comma dell'art. 2412 c.c., ha consentito anche alle imprese di piccole e di medie dimensioni non quotate di poter raccogliere risparmio tra il pubblico attraverso l'offerta di titoli di debito a medio o lungo termine come le obbligazioni, anche convertibili, partecipative o subordinate. La medesima necessità di favorire il ricorso all'emissione di strumenti di debito in assenza dei limiti civilistici consente alle imprese destinatarie di reperire con maggiore facilità le risorse liquide necessarie per lo svolgimento delle proprie attività.

Ai sensi del terzo comma della disposizione in esame, l'efficacia delle misure richiamate è subordinata, giusta le previsioni dell'art. 108, par. 3 del TFUE, all'autorizzazione della Commissione Europea.

3. Le misure in favore delle start-up e delle piccole e medie imprese innovative

L'art. 38 del Decreto Rilancio introduce particolari disposizioni volte a rafforzare il sostegno alla nascita e allo sviluppo delle imprese start-up innovative. Anche in questo campo, gli interventi si muovono nella direzione di incrementare i finanziamenti agevolati, i contributi a fondo perduto, le garanzie per l'ottenimento di finanziamenti, nonché gli investimenti nel capitale sociale di tali imprese.

La prima parte della disposizione è dedicata ai finanziamenti agevolati e si rivolge ad uno strumento già operante nel nostro ordinamento, costituito dal fondo Smart&Start Italia, di cui viene aumentata la dotazione di risorse disponibili, per cento milioni di euro per l'anno in corso.

civile che considera il limite come una garanzia alla restituzione del credito: A. NIGRO, *Le obbligazioni e le altre forme di finanziamento delle società per azioni*, in *La riforma delle società per azioni non quotate*, M. Porzio, M. Rispoli Farina, G. Rotondo (a cura di), Milano, 2000, 113 ss.

¹⁵ Decreto Legge 22 giugno 2012, n. 83 convertito in Legge 7 agosto 2012, n. 134 recante "Misure urgenti per la crescita del Paese", in G.U. Serie Generale n.187 del 11-08-2012, Suppl. Ordinario n. 171.

Istituito con Decreto del Ministro dello sviluppo economico del 24 settembre 2014¹⁶ e oggetto di recente revisione da parte dello stesso Ministro del 30 agosto 2019, in attuazione dell'art. 29, comma 3, D.L. n.34/2019, c.d. Decreto Crescita¹⁷, tale misura prevede una serie di sovvenzioni, sotto forma di finanziamenti agevolati, finalizzate a sostenere la nascita e lo sviluppo di imprese start-up innovative, i cui piani aziendali sono caratterizzati dalla presenza di un significativo contenuto tecnologico e innovativo ovvero dalla destinazione allo sviluppo di prodotti, servizi o soluzioni nel campo dell'economia digitale, dell'intelligenza artificiale, della *blockchain* e dell'internet delle cose, ovvero ancora dell'obiettivo di valorizzare i risultati del sistema della ricerca pubblica e privata.

Le nuove previsioni, oltre ad aumentare i fondi a disposizione di tale misura, tenuto conto delle gravi difficoltà in cui possono trovarsi questo tipo di imprese sebbene già avviate ed in piena operatività, intendono intervenire anche in questa fase, supportando lo sviluppo del progetto già avviato e l'eventuale passaggio dell'impresa verso una dimensione più ampia. Nel tentativo di sostenere il consolidamento delle start-up più efficienti, vengono aumentate le disponibilità per l'erogazione di contributi a fondo perduto, per un ammontare di dieci milioni di euro per l'anno in corso, finalizzati 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. Tuttavia la disciplina delle specifiche modalità di intervento di tale misura viene delegata all'emanazione di un decreto da parte del Ministro dello sviluppo economico che rispetti il criterio comunitario

¹⁶ Decreto del Ministero dello Sviluppo Economico del 24 settembre 2014, "Riordino degli interventi di sostegno alla nascita e allo sviluppo di start-up innovative in tutto il territorio nazionale", (14A08693), in G.U. Serie Generale n.264 del 13 novembre 2014.

¹⁷ Decreto Legge 30 aprile 2019, n. 34, convertito in legge 28 giugno 2019, n. 58, recante "Misure urgenti di crescita economica e per la risoluzione di specifiche situazioni di crisi", (19A04303), in G.U. Serie Generale n.151 del 29 giugno 2019 - Suppl. Ordinario n. 26. Tale intervento ha voluto favorire la trasformazione tecnologica e digitale dei processi produttivi delle imprese, di micro, piccola e media dimensione, semplificare e facilitando l'accesso alle misure precedenti e aumentandone le risorse disponibili.

de minimis per gli aiuti di Stato¹⁸. Questa misura, c.d. *Smart Money*, che si affianca a quella prevista dal comma primo, è stata ritenuta particolarmente interessante poiché consente l'acquisizione dei servizi di incubazione e accelerazione delle start-up che, trovandosi in una fase intermedia, non sono ancora sufficientemente mature per poter accedere a forme di finanziamento più sofisticate e che, di conseguenza, necessitano di particolare supporto.

Sulla stessa scia si pone anche la tematica relativa agli investimenti nel capitale della società innovativa. La medesima disposizione, al comma terzo, assegna ulteriori somme, pari a duecento milioni di euro per l'anno in corso, al Fondo di sostegno al *venture capital*, istituito ai sensi dell'articolo 1, comma 209, della legge n. 145 del 2018¹⁹, che ha la funzione di promuovere gli investimenti nel capitale di rischio delle start-up, anche da parte di investitori, pubblici o privati, con i quali può operare congiuntamente. La nuova disposizione prevede che tale fondo, che può agire per le medesime finalità delineate dal primo comma,

¹⁸ Regolamento UE n. 1407/2013 della Commissione Europea del 18 dicembre 2013 relativo all'applicazione degli articoli 107 e 108 del trattato sul funzionamento dell'Unione europea agli aiuti «*de minimis*», in G.U.U.E del 24.12.2013 L 352/1; vedi anche COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione relativa agli accordi di importanza minore che non determinano restrizioni sensibili della concorrenza ai sensi dell'articolo 101, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea (comunicazione «de minimis»)* 2014/C 291/01, del 30.08.2014. Sulla nozione di aiuto di Stato COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione sulla nozione di aiuto di Stato di cui all'articolo 107, paragrafo 1, del trattato sul funzionamento dell'Unione europea* (2016/C 262/01), del 19 luglio 2016 ove la Commissione illustra il proprio orientamento circa l'interpretazione della nozione di aiuto di Stato e precisa i diversi elementi costitutivi della stessa; tale comunicazione è stata da ultimo parzialmente modificata con Comunicazione del 9 settembre 2019.

¹⁹ Legge 30 dicembre 2018, n. 145, "Bilancio di previsione dello Stato per l'anno finanziario 2019 e bilancio pluriennale per il triennio 2019-2021", (18G00172), in G.U. Serie Generale n.302 del 31 dicembre 2018 - Suppl. Ordinario n. 62. Il comma 206 dell'art.1 di tale provvedimento, richiamato unitamente al successivo dal comma 209, riconosce allo Stato, tramite il Ministero dello sviluppo economico, al fine di promuovere gli investimenti in capitale di rischio da parte di operatori professionali, la possibilità di sottoscrivere quote o azioni di uno o più fondi per il *Venture Capital* o di uno o più fondi che investono in fondi per il *Venture Capital*; il successivo comma 207 riconosce, invece, la possibilità di sottoscrivere le medesime quote o azioni anche unitamente ad altri investitori istituzionali, pubblici o privati, privilegiati nella ripartizione dei proventi derivanti dalla gestione dei predetti organismi di investimento.

debba sostenere gli investimenti nelle società, anche attraverso la sottoscrizione di strumenti finanziari partecipativi, nonché mediante l'erogazione di finanziamenti agevolati, la sottoscrizione di obbligazioni convertibili o di altri strumenti finanziari di debito che prevedano la possibilità del rimborso dell'apporto effettuato. Tale beneficio è riconosciuto sia alle start-up innovative, come definite dall'art.25 del D.L. 179/2012, c.d. Decreto Crescita *Bis*, sia dalle Pmi innovative, definite dall'articolo 4 del decreto-legge 24 gennaio 2015, n. 3²⁰. Anche in questo caso viene delegata ad un decreto del Ministro dello sviluppo economico l'individuazione delle modalità di attuazione di tali misure, ivi compreso il rapporto di co-investimento con le risorse di investitori istituzionali.

Di particolare interesse risulta essere la previsione di un meccanismo di investimento consistente nella possibilità di conversione del prestito erogato mediante l'acquisto di strumenti di debito in una partecipazione al capitale sociale dell'impresa. Non si tratta di un immediato aumento di capitale dell'impresa, ma di un possibile futuro aumento di capitale dipendente dalla facoltà di convertire le obbligazioni sottoscritte in strumenti di partecipazione al capitale stesso in base a specifiche condizioni stabilite dalle parti. Tale operazione può costituire un efficace incentivazione alla capitalizzazione della società e all'ingresso

²⁰ Decreto Legge 24 gennaio 2015, n. 3 convertito in Legge 24 marzo 2015, n. 33, recante "Misure urgenti per il sistema bancario e gli investimenti", (15A02336), in G.U. Serie Generale n.70 del 25 marzo 2015 - Suppl. Ordinario n. 15; l'art. 4 fissa i requisiti che la PMI innovativa, definita ai sensi della raccomandazione 2003/ 361/CE deve possedere ai fini della possibilità di usufruire delle agevolazioni previste. L'art.2 della richiamata raccomandazione dispone espressamente che la categoria delle microimprese delle piccole imprese e delle medie imprese (Pmi) è costituita da imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di EUR; nella categoria delle Pmi si definisce piccola impresa un'impresa che occupa meno di 50 persone e realizza un fatturato annuo o un totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro; nella categoria delle Pmi si definisce microimpresa un'impresa che occupa meno di 10 persone e realizza un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro. Si tratta di un modello individuato sulla base di requisiti sostanziali simili ma non coincidenti con quello della start-up introdotta dal D.L.179/2012, il cui statuto speciale è ricalcato proprio su quello delle start-up innovative pur non essendo del tutto coincidente con esso: in tal senso C. IBBA, *Il nuovo diritto societario tra crisi e ripresa (Diritto societario quo vadis?)*, in *Riv. soc.*, 2016, VI, 1026 ss.

nella sua compagine sociale di nuovi soggetti, dotati di particolari competenze e conoscenze specifiche, capaci di sopportare il rischio derivante dall'acquisto di titoli emessi da una impresa innovativa, ulteriormente elevato a causa delle attuali contingenze. Contemporaneamente, essa può presentare diversi vantaggi sia per i finanziatori, permettendo un loro maggiore coinvolgimento nelle vicende societarie e legando la restituzione delle risorse impiegate all'andamento aziendale, sia per la stessa società, dotata di disponibilità liquide da immettere immediatamente nel processo produttivo e aumentare la patrimonializzazione. Inoltre, la c.d. *premoney evaluation*, la valutazione dell'impresa finanziata necessaria per procedere alla determinazione dell'ammontare del rientro del capitale impiegato, viene rinviata ad un momento successivo rispetto all'intervento dello stesso finanziatore.

Sul piano delle garanzie viene aumentata la dotazione del Fondo di cui all'articolo 2, comma 100, lettera a) della legge 23 dicembre 1996, n. 662 (Misure di razionalizzazione della finanza pubblica), in favore delle start-up innovative e delle Pmi innovative, per un ammontare di duecento milioni di euro²¹. Infine viene prorogata la permanenza dell'iscrizione nella sezione speciale del registro delle imprese di dodici mesi rispetto alla naturale scadenza.

Particolari misure sono state predisposte per favorire anche gli investimenti provenienti dall'estero: in particolare, per incrementare gli investimenti extra-europei, sono stati dimezzati i precedenti limiti fissati dall'art.26-*bis*, comma 1, lettera b) del decreto legislativo 25 luglio 1998, n. 286, introdotto dall'art. 1 comma 148 della Legge 11 dicembre 2016 n.232 (Legge di bilancio 2017)²². In tal modo i cittadini stranieri possono ottenere un particolare visto superiore a tre mesi qualora intendono effettuare un investimento di almeno 500.000 euro in strumenti rappresentativi del capitale di una società costituita e

²¹Si tratta del fondo di garanzia costituito presso il Mediocredito Centrale S.p.a. che, ai sensi dell'art. 2, comma 100, L. 662/1996, ha lo scopo di assicurare parzialmente i crediti concessi dagli istituti di credito a favore delle piccole e medie imprese.

²² Decreto Legislativo 25 luglio 1998, n. 286, Testo unico delle disposizioni concernenti la disciplina dell'immigrazione e norme sulla condizione dello straniero, in G.U. Serie Generale n.191 del 18 agosto 998 - Suppl. Ordinario n. 139.

operante in Italia, che va mantenuto per almeno due anni, ovvero di almeno 250.000 euro nel caso tale società sia una start-up innovativa iscritta nella sezione speciale del registro delle imprese.

Il quadro tracciato viene completato da un particolare regime fiscale di vantaggio per gli investitori, sia persone fisiche che persone giuridiche, per favorire l'investimento in tale direzione. Sono previste delle detraibilità per le persone fisiche e delle deducibilità per quelle giuridiche per determinate percentuali delle somme investite, nell'anno in corso, nel capitale sociale di una o più società per azioni, in accomandita per azioni, a responsabilità limitata, anche semplificata, cooperativa, che non operino nel settore bancario, finanziario o assicurativo. Il tetto delle somme investite detraibili o deducibili è fissato in due milioni di euro; alle società finanziate è riconosciuto, a seguito dell'approvazione del bilancio per l'esercizio 2020, un credito d'imposta pari al 50% delle perdite eccedenti il 10% del patrimonio netto fino a concorrenza del 30% dell'aumento di capitale e comunque nei limiti previsti dal decreto (con un tetto massimo di 800.000 euro). La società non potrà distribuire riserve prima del primo gennaio 2024, pena la decadenza dal beneficio per il contribuente che ha sottoscritto l'aumento di capitale e per la società stessa e l'obbligo per tutti i beneficiari di restituire gli importi, unitamente agli interessi legali.

Un'ulteriore misura che si inserisce pienamente tra quelle poste in favore del sistema produttivo innovativo italiano è quella disciplinata dall'art. 42 del Decreto Rilancio che, per l'appunto, rivolge particolare attenzione all'elemento dell'innovazione tecnologica. La disposizione istituisce presso il Ministero dello sviluppo economico un "Fondo per il Trasferimento Tecnologico", cui vengono destinate risorse per cinquecento milioni di euro per l'anno in corso, finalizzato, ai sensi del primo comma della richiamata disposizione, alla promozione, attraverso un soggetto attuatore, "di iniziative e investimenti utili alla valorizzazione e all'utilizzo dei risultati della ricerca presso le imprese operanti sul territorio nazionale" con specifico riferimento alle start-up innovative ed alle Pmi innovative. Quale soggetto attuatore viene indicata l'agenzia Enea - Agenzia nazionale per le nuove tecnologie, l'energia e lo sviluppo sostenibile – cui erano già state attribuite funzioni in materia di trasferimento tecnologico.

Il ruolo attribuito a tale strumento consiste nel favorire forme di collaborazione tra soggetti pubblici e privati per la realizzazione di

progetti di innovazione e di *spin-off* che importino, ai sensi del comma secondo, «lo svolgimento di attività di progettazione, coordinamento, promozione, stimolo alla ricerca e allo sviluppo attraverso l'offerta di soluzioni tecnologicamente avanzate, processi o prodotti innovativi, attività di rafforzamento delle strutture e diffusione dei risultati della ricerca, di consulenza tecnico-scientifica e di formazione, nonché attività di supporto alla crescita delle start-up e Pmi ad alto potenziale innovativo». La collaborazione tra il mondo della ricerca e quello del mercato può garantire un efficiente trasferimento tecnologico dal primo al secondo, migliorando la catena della circolazione delle competenze, conoscenze, abilità tecniche e scientifiche attraverso una più immediata applicazione pratica nei diversi campi economici di riferimento. Un sistema in cui l'attività di ricerca vada di pari passo all'innovazione, mediante il rafforzamento dello scambio di dati tra ricercatori ed operatori, consente di offrire al mercato i risultati raggiunti, aumentando la capacità di reazione e di adattamento delle imprese alla nuova realtà.

Anche questo fondo si indirizza, principalmente, alla fase di consolidamento e di espansione sul mercato, confermando l'impostazione di base degli interventi che, come visto, risponde ad una logica emergenziale di breve periodo ma anche strutturale di medio e di lungo periodo. La sua operatività sarà legata, ai sensi del terzo comma, ad operazioni di acquisto di partecipazioni indirette nel capitale di rischio o di debito della società, anche di natura subordinata, nel rispetto della disciplina europea in materia di aiuti di Stato ovvero delle vigenti disposizioni in materia di affidamento dei contratti pubblici o in materia di collaborazione tra amministrazioni pubbliche eventualmente applicabili. Viene delegata al Ministero dello sviluppo economico, di concerto con quello dell'economia e delle finanze, l'individuazione dei possibili interventi, dei criteri, delle modalità e delle condizioni per tale tipologia di partecipazione. La gestione del fondo sarà disciplinata da una convenzione da stipularsi con il Ministero dello sviluppo economico che ne determinerà modalità, termini, corrispettivi delle attività svolte.

Per favorire ulteriormente la realizzazione degli obiettivi descritti, l'Agenzia Enea viene autorizzata alla costituzione di una fondazione di diritto privato, denominata "Fondazione Enea Tech", sottoposta alla vigilanza del Ministero dello sviluppo economico. Anche questo

soggetto, il cui patrimonio – oltre alla dotazione iniziale - potrà essere costituito da apporti e contributi provenienti tanto da soggetti privati quanto da soggetti pubblici, dovrà concorrere alla promozione degli investimenti finalizzati all'integrazione ed alla convergenza delle iniziative di sostegno in materia di ricerca, di sviluppo e di trasferimento tecnologico favorendo, ai sensi dell'ultima parte del sesto comma, la partecipazione anche finanziaria alle stesse da parte di imprese, fondi istituzionali o privati e di organismi ed enti pubblici, inclusi quelli territoriali, nonché attraverso l'utilizzo di risorse dell'Unione Europea.

4. Il nuovo disegno regolamentare tra finanziarizzazione delle imprese e supporto all'innovazione tecnologica

Dalla descrizione dei diversi strumenti e delle finalità espresse nelle richiamate disposizioni normative istitutive emerge, con tutta chiarezza, come tra le prerogative fissate dal nostro legislatore d'urgenza quella volta a stimolare il settore della tecnologia innovativa abbia ricevuto una particolare attenzione, manifestatasi con numerose previsioni in favore delle imprese che rivestono la qualifica di start-up, deputate, tradizionalmente, ad accogliere, realizzare e proporre sul mercato le idee più avanzate ed interessanti. Non solo, ma anche le imprese di maggiore dimensione, che presentano analoghi caratteri, sono risultate destinatarie di numerosi provvedimenti, a conferma del grande interesse che ricopre, nelle politiche economiche del nostro ordinamento, la tematica in questione.

In simile contesto, le diverse iniziative adottate si presentano particolarmente interessanti in quanto introducono meccanismi che favoriscono la partecipazione di investitori, “vecchi” e “nuovi”, istituzionali e *retail*, al finanziamento delle imprese e al sostegno della loro capitalizzazione, elemento centrale per la realizzazione del progetto di contrasto e di rilancio tracciato dal nostro Governo. Tale percorso consente alle società start-up e, in genere, alle società di piccola e media dimensione innovative, di raccogliere risorse sul mercato dei capitali sebbene, a loro volta, queste siano spinte dalla partecipazione dello Stato ai diversi fondi. Questi ultimi sono deputati ad investire, in via diretta o indiretta, sulle imprese stesse, potendo

assumersi l'elevato rischio ma, contemporaneamente, scommettere sul buon esito dell'iniziativa.

Sembra allora farsi spazio un chiaro intendimento del nostro sistema, legato a favorire un complessivo processo di finanziarizzazione dell'innovazione, tenuto conto che la gran parte degli interventi in favore delle iniziative economiche connotate da profili tecnologici e digitali traggono le loro basi da meccanismi che, per tradizione interna, sono stati riservati alle società di grandi dimensioni. In effetti, simile processo evolutivo era già stato avviato fin dalla riforma del diritto societario del 2003 che aveva posto le basi per il superamento delle tradizionali forme di finanziamento, ricorrendo con frequenza sempre minore all'apporto stabile di risorse imputate a titolo di conferimento in favore di istituti alternativi, mediante l'introduzione di una disciplina in tema di strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni²³. Questa tendenza è stata, successivamente, confermata dalla normativa emanata nei primi anni dello scorso decennio, orientata a estendere la rilevanza dei profili finanziari in capo ai modelli di imprese di minore dimensione, con carattere innovativo, allo scopo di favorirne la nascita e di agevolarne lo sviluppo dimensionale. Ne è riprova il richiamato Decreto Crescita *Bis* del 2012 che, tra le numerose deroghe ai principi di diritto societario, fallimentare, finanziario in favore delle imprese start-up innovative - successivamente ampliate a tutte le Pmi anche costituite in forma di s.r.l. - aveva previsto l'applicazione di istituti tipici delle società per azioni ritenuti necessari per favorire l'investimento in tali società. In questo contesto si inquadrano le norme che hanno consentito l'emissione di strumenti finanziari, lo svolgimento di operazioni sulle proprie quote a determinate condizioni, la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi ovvero di categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che lo attribuiscono in misura non proporzionale alla partecipazione detenuta, l'offerta al pubblico delle quote del capitale sociale anche mediante operazioni di *crowdfunding*, la circolazione delle quote mediante tecniche proprie dei sistemi di gestione accentrata degli strumenti finanziari. Tali scelte trovavano spiegazione nell'interesse del legislatore di aumentare la diversificazione sia degli

²³ Così C. LIMATOLA, *Strumenti finanziari "ibridi" e risanamento dell'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, II, 230 ss.

strumenti di reperimento di risorse da parte delle imprese sia delle opportunità di investimento per i risparmiatori, in un'ottica pienamente rispondente alle esigenze di entrambe le parti²⁴. Il rafforzamento dei finanziamenti alternativi a quelli offerti dal sistema creditizio, provenienti dai mercati dei capitali, era stato ritenuto necessario per consentire alle imprese di migliorare il reperimento di risorse da investire nelle proprie attività e di affrontare più efficacemente e stabilmente le situazioni di crisi, garantendo flussi di liquidità adeguati alle proprie esigenze²⁵. Le nuove disposizioni già dotavano le imprese di minore dimensione, costituite in forma di s.r.l., di una “struttura finanziaria e partecipativa di tipo para-azionario” che, nei fatti, le avvicinava al modello delle grandi società sotto diversi aspetti²⁶.

²⁴ M. CIAN, *Le start-up innovative a responsabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*, in *Le leggi civili commentate*, Milano, 2014, 1178 ss.; ID., *Le società start-up innovative. Problemi definitivi e tipologici*, in *AIDA, Annali italiani del diritto d'autore, della cultura e dello spettacolo*, 2013, XXII, 416 ss.

²⁵ Sul punto F. PANETTA e F.M. SIGNORETTI, *Domanda e offerta di credito in Italia durante la crisi finanziaria*, in *Questioni di Economia e Finanza, Occasional Paper*, Banca d'Italia, aprile 2010, n. 63, ove viene sottolineato come la scarsa disponibilità di credito può costringere le imprese a ridimensionare i propri piani di investimento, prolungando e amplificando l'effetto negativo di *shock* reali sull'attività produttiva; F. CESARINI e G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, in *Banca imp. soc.*, 2016, III, 403 ss. per i quali l'eccessivo indebitamento delle imprese verso gli intermediari creditizi ha indebolito la struttura finanziaria di gran parte del settore produttivo allontanando la possibilità di ricorrere al mercato per un numero elevato di medie imprese, prevenendone la diversificazione delle fonti di finanziamento e rendendole più vulnerabili alla restrizione creditizia seguita alla crisi finanziaria globale; per D. SICLARI, *European capital market union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, IV, 481 ss. la modernizzazione della finanza d'impresa assume la funzione centrale di leva di competitività del Paese, permettendo di superare le difficoltà che ostacolano il rilancio degli investimenti e individuando fonti alternative al mercato bancario che permettono di migliorare l'accesso delle imprese ai necessari finanziamenti. Nel Report *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia, 2° Quaderno di Ricerca*, del novembre 2019, redatto dal Politecnico di Milano, Osservatori *Entrepreneurship & Finance*, viene sottolineato come lo sviluppo del segmento dell'*alternative financing* ha rappresentato una importante risposta concreta al fenomeno del *credit crunch* che ha investito le imprese italiane, proponendosi di offrire strumenti in grado di compensare parzialmente la diminuzione del supporto economico da parte del sistema bancario.

²⁶ M. CIAN, *Società start-up innovative e PMI innovative*, in *Giur. Comm.*, 2015, I, 973 ss. Per un'approfondita analisi sul processo di “scostamento” dei modelli

Questa impostazione trovava ulteriore conferma nelle previsioni dettate in tema di emissione di strumenti finanziari partecipativi. Come noto, si tratta di strumenti ibridi, i cui caratteri non possono essere completamente ricondotti né ad una azione né ad un'obbligazione, che attribuiscono al titolare particolari diritti patrimoniali e amministrativi, diversi da quelli riconosciuti al socio e all'obbligazionista, e che solitamente vengono liquidati successivamente ai debiti ordinari della società, pur essendo preferiti a quelli dei soci²⁷. Sono strumenti tipicamente utilizzati dalle società di grandi dimensioni, tant'è che il nostro codice li prevede tra le disposizioni dettate in tema di s.p.a. ma che, venendo riconosciuti con progressiva frequenza anche in favore delle società di minore dimensione, dotano queste di caratteri finanziari sempre più marcati²⁸.

originari di società di capitali in una direzione convergente, la s.p.a. verso i caratteri della s.r.l. ma, soprattutto, la s.r.l. verso la s.p.a., a partire dalla riforma del 2003, si veda M. CAMPOBASSO, *Il futuro delle società di capitali*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 138 ss., che auspica una generalizzazione delle prerogative delle Pmi in favore di tutte le imprese, poiché «è probabile che nel futuro la s.p.a. e la s.r.l. saranno modelli societari sempre più elastici e manipolabili, separati da confini tipologici sempre più sfocati e indistinti».

²⁷ In origine tale terminologia è stata adottata nell'esperienza anglosassone che considera *hybrids* quei titoli caratterizzati dalla contestuale presenza di elementi peculiari riferibili agli strumenti di *equity* e di *debt*; successivamente è stata accolta anche in altri ordinamenti, allo scopo di indicare quelle tipologie di strumenti finanziari diversi tra loro ma accomunati dalla impossibilità di essere ricondotti alle tipiche figure delle azioni e delle obbligazioni.

²⁸ Il tema relativo alla individuazione della natura giuridica di tali strumenti, alla portata ed agli effetti prodotti sia all'interno che all'esterno della società è oggetto di ampio ed articolato interesse da parte della dottrina specialistica gius-commercialistica, sviluppatasi sia prima che dopo la riforma del diritto societario del 2003. Tra i tanti che si sono occupati dell'argomento, con indicazione assolutamente incompleta, M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 437 ss., M. CIAN, *Investitori non azionisti e diritti amministrativi nella nuova s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, P. Abbadessa e G. Portale (diretto da), vol. I, Torino, 2006, 742; M. NOTARI-A. GIANNELLI, *Commento all'art. 2346, comma 6, c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, P. Marchetti, L. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari (diretto da), Milano, 2008, M. SAGLIOCCA, *Strumenti finanziari partecipativi e potere di partecipazione attiva al governo delle società per azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, II, 327, A. VALZER, *Gli strumenti partecipativi e non partecipativi nelle società per azioni*, Torino, 2012; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale 2*, Padova, 2006; L. CALVOSA,

In tal modo, com'è stato attentamente sostenuto, si è delineato un nuovo complesso normativo che ha tracciato i contorni del modello di s.r.l. innovativa, distinto da quello tradizionale: “un'inedita società a responsabilità limitata a compagine allargata” poiché aperta all'ingresso di soggetti esterni nel proprio capitale sociale che, pur conservando alcuni caratteri di semplificazione e di flessibilità tipici della s.r.l., viene dotata di altri riferibili alle s.p.a., tra i quali la perdita della personalizzazione della partecipazione sociale in favore di una maggiore standardizzazione della stessa che consente l'accesso a forme di finanziamento tra il pubblico sul mercato dei capitali²⁹.

Nel contesto della presente analisi si vuol sottolineare come simile impostazione sia stata confermata anche dalle nuove misure di emergenza, la cui operatività si fonda proprio su quegli stessi aspetti finanziari ormai ampiamente riconosciuti in capo alle imprese innovative, sia start-up che Pmi, sul presupposto che queste possono rivelarsi certamente utili all'intero sistema economico in presenza di una disciplina specifica che riesca ad incentivarle³⁰. In quest'ottica vanno letti gli strumenti di finanziamento predisposti dal Decreto Rilancio per sostenere l'innovazione e la ripresa dell'economia nazionale che mostrano medesima *ratio*, manifestando la volontà di incoraggiare un definitivo affrancamento delle società di minori dimensioni dai canali tradizionali di finanziamento, prediligendo quelli che trovano svolgimento sul mercato mobiliare³¹. Il coinvolgimento in simili operazioni di investitori istituzionali, che posseggono le conoscenze e le competenze tecniche adeguate a valutare e a sostenere

L'emissione di azioni riscattabili come tecnica di finanziamento, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 196.

²⁹ O. CAGNASSO, *Start-up e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, X, 2286; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della “nuovissima” s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l.-PMI aperta?*, in *Riv. Soc.*; 2018, V, 1441 ss. per il quale è inadeguata per l'attuale s.r.l. «quella ideale collocazione di ponte tra le società di persone e le società per azioni aperte al mercato».

³⁰ C. IBBA, *op.cit.*

³¹ C. LIMATOLA, *op.cit.*; per C. ANGELICI, *op.cit.*, la nozione di finanziamento va intesa in senso diverso da quello di mero prestito, dovendosi ritenere vicina ai caratteri «dell'apporto a diverso titolo delle risorse finanziarie necessarie allo svolgimento dell'attività di impresa».

la crescita di tali imprese, risulta strumentale alla realizzazione degli obiettivi prefissati.

Tali scelte appaiono, inoltre, sufficientemente bilanciate, poiché intervengono sia sul versante dell'aumento del capitale delle società sia su quello dell'innalzamento dei livelli di indebitamento, mediante l'emissione dei diversi strumenti finanziari. È il caso, ad esempio, del funzionamento del Fondo di cui all'art. 26 del Decreto Rilancio il cui accesso, come visto, è sottoposto alla condizione che la società effettui, entro l'anno in corso, un aumento di capitale per gli importi determinati. Ciò, in effetti, permette alla società di aumentare la dotazione patrimoniale e, solo di conseguenza, di indebitarsi ulteriormente, sebbene alle condizioni di vantaggio espressamente previste, mantenendo un equilibrio della sua struttura finanziaria adeguato alla propria attività oltre che a garantire i propri creditori. Medesimi principi sono ricavabili anche dalle altre misure descritte, focalizzate anche sulla partecipazione al capitale sociale delle imprese finanziate per dotarle di maggiore stabilità³². D'altronde l'interesse dei provvedimenti, per espressa individuazione delle finalità, è proprio quello di incentivare la patrimonializzazione della società, dotando le stesse degli opportuni mezzi a tal fine. Se si ritiene che un eccessivo ricorso all'indebitamento nuoccia alla struttura finanziaria della società, squilibrandola in assenza di corrispondenti interventi sul capitale di rischio, allora può, parimenti, ritenersi che, sotto questo profilo, le scelte del Decreto in esame siano corrette, poiché tentano di incrementare entrambi gli aspetti richiamati³³.

³² Ampio è il dibattito, tra i giuscommercialisti, sul ruolo che attualmente riveste il capitale sociale nelle dinamiche dell'impresa. Senza poter approfondire questo aspetto né tantomeno tentare di inserirsi in un dibattito approfondito ed articolato, si richiama soltanto l'opinione di quanti spiegano le ragioni del declino del capitale sociale in quanto "la logica di questo istituto si pone in contrasto con l'estrema finanziarizzazione dell'economia": l'industria finanziaria e la creazione di "ricchezza finanziaria" avrebbero assunto un ruolo predominante rispetto all'industria tradizionale e alla ricchezza derivante da beni non finanziari: in tal senso M. CAMPOBASSO, *op.cit.*, che, a sostegno di tale impostazione, richiama un dato empirico secondo cui il valore degli strumenti finanziari derivati in circolazione nel 2017 superava di 33 volte il PIL mondiale, in *ilsole24ore* del 6 dicembre 2017.

³³ Sempre M. CAMPOBASSO, *op.cit.*, ha ritenuto come la crisi del 2007/2008 abbia ampiamente dimostrato come l'eccessiva finanziarizzazione dell'economia, basata

Nel nuovo contesto, tenuto conto che la parte strutturalmente più numerosa cui si rivolgono le giovani imprese nella ricerca di finanziamenti diversi da quelli bancari sono i piccoli investitori, sono state previste diverse misure anche su questo versante in relazione ad investimenti di importo limitato. La prospettiva di stimolare la partecipazione al capitale di rischio anche da parte di soggetti *retail*, mediante un sistema di agevolazioni fiscali, completa il quadro d'azione tracciato in favore di start-up e Pmi innovative per potenziarne la capitalizzazione e favorirne la crescita.

5. Brevi considerazioni conclusive

Dallo sguardo che si è dato ad alcune tra le principali misure di reazione messe in campo dal legislatore d'urgenza in favore del tessuto imprenditoriale interno, possono trarsi alcune brevi considerazioni che si rivelano necessariamente provvisorie, in attesa della conversione definitiva dei provvedimenti in legge, con le possibili modificazioni, nonché, elemento non secondario da tenere in considerazione, dell'emanazione dei numerosi decreti di attuazione, delegati al competente ministero, che dovranno specificare e concretizzare i diversi strumenti che, altrimenti, sarebbero destinati a rimanere solo in uno stadio previsionale.

L'evoluzione attuale delle vicende che hanno colpito l'intero pianeta ha fornito, certamente, una forte accelerazione a quei processi, già in atto, di trasformazione dell'intera economia verso principi e criteri legati all'innovazione tecnologica. Gli strumenti digitali hanno aiutato a contrastare gli effetti del distanziamento sociale, permettendo la continuazione dell'attività di molte realtà imprenditoriali sebbene con modalità ed in termini del tutto nuovi e imprevedibili. La trasformazione digitale costituiva una sfida per il sistema economico già prima della pandemia ma, alla luce dell'emergenza, l'evoluzione della cultura imprenditoriale verso principi tecnologici e digitali è divenuta una necessità sempre più urgente ed essenziale per lo sviluppo ma anche, prima ancora, per la stessa sopravvivenza di molte iniziative

sull'assunto che la crescita sia trainata dal debito, per imprese, investitori, consumatori, non abbia completamente funzionato.

in diversi settori. Passata l'immediata urgenza, gran parte delle nuove tecniche continueranno ad affiancare numerose attività umane rendendole più efficienti, veloci, affidabili, meno onerose. Da qui la necessità di predisporre un tessuto normativo in grado di accompagnare tale passaggio verso un'economia sempre più digitalizzata, mantenendo elevati standard di riferimento a tutela delle parti coinvolte e delle operazioni tra loro concluse.

Questi principi, già ampiamente accolti in sede europea, hanno informato anche la politica legislativa più recente dei singoli Stati membri, volta a favorire ed incrementare l'evoluzione dei rispettivi sistemi secondo le richiamate logiche. Ma i medesimi principi, come è apparso chiaro, hanno guidato anche la predisposizione delle misure d'urgenza di contrasto degli effetti recessivi causati dalla pandemia, mostrando tutta la loro importanza sia in una prospettiva più immediata sia in quella di più lungo periodo. Ciò, come visto, ha influenzato le scelte del nostro legislatore che ha rivolto grande attenzione a questo tipo di tematiche.

Tenendo conto di tale quadro generale si possono spiegare le diverse misure di sostegno e di sollecitazione introdotte in favore di start-up e di piccole e medie imprese innovative, ritenute il motore centrale capace di trainare l'intero sistema verso una veloce ripresa e una trasformazione nei termini descritti. Proprio tali imprese possono concorrere al funzionamento di un circuito economico virtuoso, garantendo un'efficiente allocazione delle risorse nel momento in cui possano aumentare la propria produttività, il personale impiegato e concorrere, per tale via, ad un incremento della ripresa economica. La scelta di garantire liquidità attraverso una serie di misure che possano incrementare gli investimenti, da parte di investitori istituzionali e di semplici risparmiatori, sugli strumenti finanziari da esse emessi, appare corretta in tal senso, tenuto anche conto dell'orientamento ormai intrapreso, a livello internazionale oltre che interno, volto a riconoscere un ruolo sempre più importante alle operazioni del mercato mobiliare anche in favore delle imprese di ridotta dimensione. Così, il sistema di articolate agevolazioni fiscali su cui si fonda il nuovo Decreto, rappresenta un efficace strumento di politica economica, per gli effetti che può avere immediatamente sul mercato, al fine di rilanciare diversi settori produttivi: l'obiettivo è quello di attrarre gli investimenti

incentivando lo svolgimento di attività dotate di particolari caratteristiche tecnologiche e innovative.

Nella situazione corrente è stato ritenuto che queste imprese possono contribuire a sostenere, con modalità e termini assolutamente nuovi, la domanda dei consumatori, drasticamente ridotta negli ultimi periodi³⁴. È stato sottolineato come si sia verificato «un vero e proprio crollo della produttività del consumatore» legata non soltanto a motivi prettamente economici ma anche alla concomitante presenza di ulteriori cause di carattere emotivo e psicologico ingenerate dalla pandemia³⁵. Ciò richiede un particolare stimolo dei consumi dei clienti, ridisegnando le modalità di offerta e di godimento dei beni e servizi prodotti dalle imprese, rendendoli maggiormente compatibili alle nuove esigenze ed alle rinnovate percezioni di diversi fattori da parte dei consumatori. In questo contesto, proprio le imprese che riescono a comporre efficacemente competenze, innovazione tecnologica e sperimentazione potranno offrire simili servizi, concorrendo a rigenerare quel valore per i consumatori che rinforza la loro produttività e, per essa, la ripresa economica complessiva. Anche su questo importante versante, le scelte esaminate appaiono pienamente condivisibili, in quanto capaci di

³⁴ R. LEONCINI, *op.cit.*, ritiene che l'eccezionalità di questa crisi non ha nessun elemento che possa essere confrontato con le crisi precedenti. Da un lato, le due grandi recessioni (quella del 1929 e quella del 2008) sono state generate da elementi interni al sistema economico, mentre la crisi attuale è dovuta ad uno *shock* esterno al sistema. Dall'altro, nessuna delle altre crisi esogene ha avuto l'impatto e la velocità con cui quella attuale ha colpito l'intero pianeta. Ciò comporta l'emergere «del più grande esperimento sociale mai prodotto sulla faccia della terra, per il quale non esiste un controfattuale su cui parametrare i risultati».

³⁵ B. BUSACCA e M. COSTABILE, *Battere la crisi della domanda ridisegnando acquisti e consumi*, in *Ilsole24ore*, del 22 maggio 2020, 22, secondo cui la crisi del consumatore è dovuta alla concorrenza di *input* pesanti ed *output* leggeri dei processi di acquisto e di consumo: fra i primi l'impegno alla spesa appesantito dal maggior tempo necessario a immaginare, desiderare e realizzare acquisti e consumi, in un contesto di nuova e inusuale scomodità (mascherine, guanti, barriere fisiche, percorsi obbligati, distanziamenti, costituiscono dei veri e propri *discomfort* emotivi); fra i secondi la percezione del rischio da parte del consumatore non solo legato a situazioni concrete ma tramutato in angoscia che paralizza i consumi e ne comprime l'output edonistico. L'interessante analisi ritiene che la depressione prima che economica sia psicologica e che per contrastarla sia necessario un forte impegno da parte delle imprese innovative che possano ridisegnare le operazioni di acquisto e di consumo «restituendo piacere ludico al consumo individuale e sociale, riducendo i maggiori sacrifici fisici e mentali».

ripensare, anche in via prospettica, i tradizionali modelli di impresa su cui scommettere per un rapido rilancio, maggiormente attenti alla qualità ed economicità dei servizi offerti e, soprattutto, ai rinnovati bisogni dei consumatori.

Nelle intenzioni espresse, come visto, le misure emergenziali adottate appaiono conformi agli indirizzi già sviluppati nel nostro sistema, ormai decisamente orientato a trasformare le piccole imprese secondo logiche appartenenti ai modelli delle grandi società, ritenute maggiormente appropriate alle rinnovate esigenze. A tal fine, la c.d. finanziarizzazione dell'innovazione, se condotta secondo canoni di equilibrio che tengano conto della struttura patrimoniale della società oltre che del suo potenziale di indebitamento per reperire risorse da investire nei processi produttivi, può apportare ingenti benefici, realizzando quell'emancipazione finanziaria necessaria affinché le imprese innovative possano effettivamente rappresentare un importante traino per la ripresa di tutto il sistema³⁶.

Sotto questo aspetto, le scelte del Decreto Rilancio appaiono, almeno nelle intenzioni, pienamente conformi a tali principi e, pertanto, corrette. È certo, tuttavia, che la loro reale valenza potrà essere apprezzata soltanto a posteriori, in esito alla concreta attuazione nonché ai tempi ed ai modi della stessa, e dipenderà, con ogni probabilità, dall'andamento delle vicende sanitarie oltre che da quelle meramente economiche del contesto attuale e futuro. La presenza di numerosi fattori di assoluta incertezza e la loro diversa natura, la possibile sfiducia generalizzata verso l'immediato futuro richiede, certamente, l'intervento statale per tentare di infondere maggiore fiducia nel sistema. La realtà post pandemia sarà certamente caratterizzata da un aumento del ruolo dello Stato nell'ambito dei rapporti di mercato, necessario per sostenere i cittadini sia economicamente che fisicamente, e per garantire il funzionamento degli stessi mercati. La rivisitazione delle catene produttive risentirà di tale intervento che, tuttavia, al di fuori dei limiti contingenti previsti, manterrà spazi idonei e sufficienti all'iniziativa economica privata, senza rivelarsi in termini

³⁶ Sottolinea la necessità "dell'emancipazione finanziaria" delle start-up e delle Pmi E. FREGONARA *Strumenti di ricorso al capitale di credito e di rischio nelle società a responsabilità limitata innovative "chiuse"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2017, I, 590 ss., per la quale essa riveste un ruolo cruciale soprattutto per le iniziative non ancora collaudate sul mercato e in fase di avvio.

di mero assistenzialismo. Le perdite subite dal settore privato, per colmare i debiti accumulati durante la crisi, dovranno essere sostenute, in tutto o in parte, dai bilanci pubblici i cui livelli di debito più elevati caratterizzeranno le nostre economie: «Public debt levels will have increased. But the alternative — a permanent destruction of productive capacity and therefore of the fiscal base — would be much more damaging to the economy and eventually to government credit»³⁷. È proprio questo il ruolo corretto dello Stato di proteggere i cittadini e l'economia dagli *shock* di cui il settore privato non è responsabile e che non può, da solo, assorbire.

Una nota critica appare opportuno sottolineare a chiusura della breve indagine svolta. Il quadro di interventi delineato, pur presentandosi certamente interessante e utile sotto diversi profili, probabilmente mostra alcune punti critici che, con ogni probabilità, potranno trovare qualche aggiustamento in sede di conversione definitiva in legge: per un verso esso necessita di tempi palesemente lunghi per essere concretamente attuato sul mercato, per i numerosi rinvii ad una normativa secondaria demandata ai ministeri competenti; per altro verso alcuni strumenti se per un verso possono garantire sufficienti equilibri nella struttura finanziaria delle società destinatarie dei provvedimenti, allo stesso tempo richiedono interventi proprio da parte dei medesimi soci che, con ogni probabilità, si trovano in una situazione critica. L'auspicio è, chiaramente, quello di essere smentiti dai fatti, mediante una rapida azione che possa dotare il nostro Paese di tutti gli strumenti utili ed efficaci a supporto della ripresa economica immediata e di un piano imprenditoriale più stabile di medio periodo. I problemi emersi, possono rappresentare altrettante occasioni di reazione e di

³⁷ M. DRAGHI, *We face a war against coronavirus and must mobilise accordingly, Higher public debt levels will become an economic feature and be accompanied by private debt cancellation*, in *Financial Times*, del 25 marzo 2020 secondo il quale l'unico modo efficace per reagire immediatamente alla crisi economica è mobilitare completamente interi sistemi finanziari: mercati obbligazionari, principalmente per grandi società, sistemi bancari e in alcuni paesi persino il sistema postale. E deve essere fatto immediatamente, evitando ritardi burocratici. La velocità del deterioramento dei bilanci privati, causata da un arresto economico che è sia inevitabile che desiderabile, deve essere combattuta con la stessa velocità nella distribuzione dei bilanci pubblici, nella mobilitazione delle banche e, come europei, sostenendosi a vicenda nel perseguimento di quella che è evidentemente una causa comune. Ciò necessita di un profondo cambio di mentalità.

innovazione, di crescita e di rilancio che, necessariamente, il nostro ordinamento, così come del resto quelli di tutti i Paesi interessati, deve poter riuscire a gestire e sfruttare per garantire prospettive future improntate a corretti criteri di crescita e di sviluppo.