

Studi di Diritto dell'Impresa

FRANCESCO BRIZZI

**S.R.L. PMI E OFFERTA AL PUBBLICO
DI QUOTE DI PARTECIPAZIONE**



G. GIAPPICHELLI EDITORE – TORINO

CAPITOLO PRIMO

IL PROBLEMA

SOMMARIO: 1. Il finanziamento delle imprese tra raccolta di capitale di rischio e di capitale di credito: cenni. – 2. La cronica sottocapitalizzazione delle piccole e medie imprese italiane e l'eccessiva dipendenza dal canale di finanziamento bancario: alcuni dati empirici. – 3. Le politiche europee in funzione della diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI. Dalla Comunicazione europea del 3 marzo 2010 alla *Capital Markets Union*. – 4. Gli ostacoli normativi all'accesso delle PMI a fonti alternative di finanziamento nell'ordinamento italiano, all'esito della riforma del diritto societario ... – 5. *Segue*: ... ed il tentativo del legislatore di superare tali ostacoli attraverso i successivi provvedimenti legislativi: dalle riforme sul capitale minimo a quelle in tema di imprese innovative. – 6. *Segue*: le deroghe al diritto comune della s.r.l.; la distinzione tra s.r.l. PMI chiuse e aperte. Identificazione del tema di indagine. – 7. Profili comparatistici relativi all'accesso al mercato dei capitali da parte delle PMI. – 8. Considerazioni di sintesi ed impostazione dell'indagine: le implicazioni sistematiche e le conseguenze applicative discendenti dalla deroga di cui agli artt. 26, comma 5, d.l. n. 179/2012 e 100-ter, comma 1-bis, t.u.f., nel quadro delle interrelazioni tra il diritto societario ed il diritto dei mercati finanziari. – 9. *Segue*: l'accesso della s.r.l. PMI ai mercati di capitali nel quadro del rapporto tra diritto societario e diritto dei mercati finanziari. Il piano dell'indagine.

1. *Il finanziamento delle imprese tra raccolta di capitale di rischio e di capitale di credito: cenni*

Costituisce affermazione ricorrente quella secondo la quale il momento cruciale dell'impresa sia il suo finanziamento, proprio perché attraverso lo stesso si realizza il processo di trasformazione di un *input* in un *output*¹. Onde la necessità, sia economica sia giuridica, di individuare appositi strumenti idonei a realizzare siffatto processo². Strumenti che tutte le tratta-

¹ Cfr., ad es., C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Tratt. di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu-F. Messineo-L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, vol. I, Giuffrè, Milano, 2012, p. 441.

² C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 441.

zioni sul tema sogliono distinguere in capitale di rischio e capitale di debito³. Una distinzione, questa, che viene in genere confermata anche dalla più recente letteratura, sebbene la linea di confine tra le fonti di finanziamento tenda a sfumare con riguardo a taluni strumenti finanziari aventi caratteristiche tanto dell'una quanto dell'altra delle suddette classificazioni⁴.

Da un punto di vista economico, la questione della struttura finanziaria ottimale di un'impresa viene in genere affrontata a partire dall'esposizione del celebre teorema di Modigliani e Miller⁵, che si sviluppa in alcune proposizioni: la prima, secondo la quale «il valore di mercato di un'impresa è indipendente dalla sua struttura finanziaria e si ottiene capitalizzando i ritorni attesi a un tasso determinato in relazione al tipo di attività svolta»; la seconda, secondo la quale «il debito, mentre aumenta il tasso di rendimento atteso dall'investimento degli azionisti, aumenta altresì il rischio corrispondente generando, nella prospettiva di un rendimento durevole, un gioco a somma zero»⁶.

³ Un'impresa societaria si finanzia, infatti, attraverso sia l'indebitamento, raccolto da terzi o dagli stessi soci, sia le risorse fornite dai soci a titolo di capitale di rischio, ovvero tramite un *mix* di entrambe le componenti. Diversa è, peraltro, nell'ottica del finanziatore la remunerazione del finanziamento, non concorrendo coloro che forniscono capitale di credito, in linea di principio, alcun rischio di impresa, essendo predefinita la loro remunerazione; laddove per i soci la remunerazione discende dai risultati economici dell'attività. Per una chiara illustrazione delle differenze, di recente, cfr. E. DE FONTENAY, *The Use of Debt in Corporate Finance*, *Duke Law School Public Law & Legal Theory Series No. 2022-25* (May 6, 2022), reperibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4100737>, p. 5 ss., ove rife. Nella dottrina italiana, si veda per profili di carattere generale, M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, p. 11 ss.; L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Il Mulino, Bologna, 2007, p. 18 ss. Le differenze illustrate valgono, peraltro, solo in linea di principio, la realtà giuridica conoscendo rapporti di natura diversa che attribuiscono la partecipazione al rischio d'impresa a soggetti diversi dai soci (es. associazione in partecipazione; cfr. *infra* nel testo e nt. successiva).

⁴ Come è noto, l'assetto finanziario della s.p.a. non si esaurisce, invero, in questa distinzione, ma ricomprende una vasta gamma di fattispecie ibride, quale quella della stessa pretesa al rimborso del sopraprezzo, che impediscono di ricondurre le regole di organizzazione del patrimonio sociale ai soli vincoli discendenti dalla disciplina del capitale sociale. Ipotesi tra le quali sono da inquadrare gli strumenti finanziari partecipativi, discutendosi della loro riconduzione al novero di strumenti di capitale di rischio o di credito, questione a sua volta correlata a quella inerente alla necessità o meno di distinguere gli strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, comma 6, c.c. da quelli *ex art.* 2411, comma 3, c.c.: in tema, cfr. C. ANGELICI, *La società per azioni*, cit., p. 493 ss.; per gli opportuni riferimenti al dibattito, *infra*, nt. 81 e *amplius*, cap. III, § 1, testo e nt. 6.

⁵ F. MODIGLIANI-M.H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, in *American Economic Review*, 1958, p. 261 ss.; F. MODIGLIANI-M.H. MILLER, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: Reply*, in *American Economic Review*, 1959, p. 655 ss.

⁶ Vedile esposte in M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 15 ss.; più di recente, v. L.

Si tratta – anche questo è in genere rilevato – di proposizioni idonee solo in relazione ad un teorico mercato perfetto, ma non alla reale operatività dei mercati, all'interno dei quali le scelte di finanziamento dipendono da ragioni di carattere fiscale – ricevendo il debito usualmente un trattamento di favore che lo rende più conveniente rispetto all'*equity*⁷ – ovvero da valutazioni prognostiche riferite al rischio di dissesto dell'impresa, posto che all'aumentare di quest'ultimo aumenta anche il tasso di interesse richiesto dal finanziatore, quale remunerazione del finanziamento concesso⁸.

Si spiega come da tali ordini di considerazioni siano sorte una serie di teorie complementari (*Trade-off Theory*, *Pecking Order Theory*) con il proposito di spiegare la rilevanza del debito ai fini del valore dell'impresa, tenendo perciò conto delle imperfezioni di mercato⁹. È questo il caso della *Trade-off Theory*, secondo la quale ogni impresa deve selezionare l'indice di leva finanziaria che bilanci ottimamente i benefici fiscali con i costi del *financial distress*: in altri termini, privilegiando l'indebitamento fino a quando i costi associati alla maggiore probabilità di *default* non bilancino i vantaggi fiscali ottenuti con le nuove emissioni di debito (onde l'utilizzo dell'espressione *Trade-off* tra vantaggi fiscali e costi di insolvenza)¹⁰. Una teo-

PICARDI, *Il ruolo dei creditori fra monitoraggio e orientamento della gestione nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2013, p. 30 ss. Sull'effetto leva, ossia sul fenomeno per il quale in presenza di determinati presupposti all'aumentare del debito aumenta il rendimento del capitale investito, cfr. anche L. STANGHELLINI, *Le crisi d'impresa*, cit., p. 20 ss.

⁷ Come è noto, la tesi di base è stata rivisitata in F. MODIGLIANI-M.H. MILLER, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, in *American L. Rev.*, 1963, p. 433 ss., nel considerare la deducibilità degli interessi quale principale beneficio fiscale del debito. Per ulteriori rivisitazioni della tesi in questione, si veda M.H. MILLER, *The Modigliani-Miller Propositions After Thirty Years*, in *Journal of Economic Perspectives*, 1988, p. 99 ss. Più di recente, per la sua applicazione in materia di *corporate finance*, P. BRUSOV-T. FILATOVA-N. OREKHOVA, *Generalized Modigliani-Miller Theory: Applications in Corporate Finance, Investments, Taxation and Ratings*, Springer, Berlin, 2022, p. 9 ss.; nella dottrina italiana, M. PAGANO, *I teoremi di Modigliani-Miller: una pietra miliare della finanza*, in *Moneta e Credito*, 2012, p. 230 ss.

⁸ Gli economisti sono pertanto consapevoli che il teorema è irrilevante nella pratica, posto che, se così non fosse, ci si troverebbe a constatare una struttura del tutto casuale, laddove, in pratica, gli indici tendono a raggrupparsi in accordo a varie caratteristiche: cfr. E. DE FONTENAY, *The Use of Debt*, cit., p. 11.

⁹ Per una sintesi, cfr. E. DE FONTENAY, *The Use of Debt*, cit., p. 11 ss.; G. DI GIORGIO-P. MURRO, *Le PMI italiane e la sfida della crescita*, in *AGE*, 2021, p. 3 ss., spec. p. 7 ss.; si veda anche M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 15 ss.

¹⁰ Tale teoria, sebbene sia intrisa della teoria degli *agency costs*, tiene conto solo del conflitto tra azionisti e creditori, ma non del conflitto tra *managers* e azionisti, e dunque del vantaggio conseguente all'assunzione di più debito, quale strumento di monitoraggio dei *managers* e limi-

ria che ha, però, ricevuto dall'analisi empirica solo poche conferme¹¹.

In senso contrario, si osserva come le imprese più redditizie preferiscono mantenere una struttura finanziaria più conservatrice e poco propensa all'indebitamento¹². Rilievo che, unitamente ad altri, ha condotto alla formulazione della *Pecking Order Theory*, secondo cui le imprese non avrebbero i giusti incentivi a ricorrere alla finanza esterna ed alla emissione di *equity*, per via delle asimmetrie informative tra gli investitori ed i *managers*, in ordine al valore delle attività esistenti.

I *managers*, agendo nell'interesse degli azionisti attuali, tenderanno ad allargare la compagine azionaria solo se il valore della nuova emissione sia superiore al valore delle suddette attività e delle prospettive di crescita. Essi, pertanto, emetteranno nuove azioni solo se le stesse siano collocabili ad un prezzo superiore al loro valore effettivo, a danno quindi degli investitori, salvo l'ipotesi in cui le opportunità di crescita siano talmente elevate da compensare il trasferimento di ricchezza dai vecchi ai nuovi azionisti. Le asimmetrie informative indurranno, quindi, gli investitori a interpretare negativamente l'emissione di nuove azioni, determinando così diminuzioni dei corsi di borsa¹³. La consapevolezza di tale circostanza, allora, condurrà

te della loro discrezionalità a favore dei secondi (E. DE FONTENAY, *The Use of Debt*, cit., p. 13; v. anche *infra* nel testo).

¹¹ Le ricerche in tal senso trovano, infatti, solo un moderato riscontro delle ricostruzioni teoriche in ordine alla struttura finanziaria dell'impresa. Si afferma, infatti, in linea con la *Trade-off Theory*, che l'indice di leva finanziaria sia correlato alle dimensioni dell'impresa, alla durata, alla presenza di *tangible assets*, a basse opportunità di crescita ed a flussi di cassa costanti; si giunge, però, anche alla conclusione secondo la quale i fattori più importanti che influenzano le decisioni sulla struttura del capitale sono, tra gli altri, il *rating* del credito ed il desiderio di flessibilità finanziaria: cfr. J.R. GRAHAM-C.R. HARVEY, *The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field* (December 1999), reperibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=220251>, p. 10 ss.; J.R. GRAHAM-M.T. LEARY, *A Review of Empirical Capital Structure Research and Directions for the Future* (April 7, 2011), reperibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1729388>, p. 17 ss.

¹² Rilievo piuttosto diffuso: cfr. J.R. GRAHAM-M.T. LEARY, *A Review*, cit., p. 10 ss., secondo cui la relazione negativa tra redditività e leva finanziaria è incoerente con il modello del *trade-off*, in quanto a parità di condizioni le imprese più redditizie dovrebbero valutare maggiormente i benefici fiscali del debito, nel mentre si riscontra che le imprese hanno una leva finanziaria molto bassa, nonostante debbano far fronte a pesanti oneri fiscali e ad un basso rischio di *distress*.

¹³ Si osserva che la teoria del *Pecking Order*, pur avendo meno successo della teoria del *Tradeoff* nel prevedere i modelli di finanziamento, si raccorda rispetto a due fattori ben documentati, ossia: *a*) che l'annuncio di emissioni di titoli azionari innesca una reazione negativa dei prezzi delle azioni; *b*) che le imprese tendono a finanziare la maggior parte dei loro investimenti con gli utili non distribuiti e raramente emettono nuove azioni (J.R. GRAHAM-M.T. LEARY, *A Review*, cit., p. 11).

i *managers* a ricorrere alla finanza interna, e dunque all'autofinanziamento, prima che a quella esterna, ed in particolare all'*equity*¹⁴.

Tanto viene anche ritenuto conforme alla necessità di contemperare le esigenze del finanziamento con le ragioni del governo dell'impresa stessa, in modo da contenere il più possibile l'influenza di terzi estranei al gruppo di comando¹⁵. È noto, infatti, che il ricorso al debito può condurre ad importanti restrizioni della discrezionalità imprenditoriale, in specie per l'effetto della pattuizione di schemi contrattuali variamente configurati (c.d. *covenants*), aventi la funzione di mitigare il conflitto *debt-equity*, e che possono giungere sino alla traslazione delle scelte fondamentali di impresa in capo all'ente finanziatore¹⁶.

Sotto altro profilo, non manca chi sostiene che il ricorso al debito avrebbe anche la funzione di ridurre i costi complessivi di agenzia, in quanto strumento di monitoraggio affidato al creditore non solo nell'interesse proprio, ma anche di quello degli azionisti, sui quali ricadrà, tuttavia, il "prezzo" di questa delega in termini di rendimento inferiore; ovvero, in una prospettiva non troppo distante, di ridurre le asimmetrie informative tra *managers* e *shareholders*, atteso il segnale di fiducia che il debito esprimerebbe circa la buona riuscita dell'iniziativa economica, sulla base delle informazioni privilegiate a disposizione dei primi¹⁷.

¹⁴ In particolare, secondo questa teoria, i *managers* seguiranno il seguente ordine di scelta: 1) ricorso ai fondi propri (utili non distribuiti); 2) ricorso al debito; 3) ricorso all'*equity* esterna (E. DE FONTENAY, *The Use of Debt*, cit., p. 13). Si osservi che tale teoria consente di distinguere tra il finanziamento intermediato e quello sul mercato, assumendo la migliore capacità delle banche e degli altri intermediari di acquisire informazioni sullo stato di salute dell'impresa e sulle loro prospettive reddituali di sviluppo. Spiegandosi così il motivo per il quale il tasso di interesse corrisposto alle banche sia in genere più elevato di quello inerente alle obbligazioni: cfr. G. DI GIORGIO-P. MURRO, *Le PMI italiane*, cit., p. 14. Ma per una visione diversa, v. *infra*, nt. 33.

¹⁵ In effetti, il bisogno di contemperare le esigenze di finanziamento e quelle di governo conducono le imprese a preferire, ove possibile, le scelte di autofinanziamento: cfr. M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 17, ove altri riff.

¹⁶ Discutendosi, sul piano giuridico, se, per questo, si possano configurare in capo al finanziatore una serie di fattispecie di responsabilità, da quella per concessione abusiva di credito o per complicità all'inadempimento degli amministratori ai propri doveri, sino a postulare il riconoscimento della responsabilità per l'amministrazione di fatto, ovvero per attività di direzione e coordinamento: cfr. in tema, L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 203 ss. In argomento, sempre in ambito monografico, cfr. M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Giuffrè, Milano, 2013, p. 8 ss.; P. CUOMO, *Il controllo societario da credito*, Giuffrè, Milano, 2013, p. 8 ss. Sul punto, ci si permette di rinviare anche a F. BRIZZI, *Doveri degli amministratori e tutela dei creditori nel diritto societario della crisi*, Giappichelli, Torino, 2015, pp. 42 e 429 ss., ove altri riff.

¹⁷ Su tali approcci si vedano i riff. di letteratura economica in M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 17 s., ed in L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 35, testo e note di corredo.

Questa ed altre ricostruzioni, emergenti dagli studi di finanza aziendale, se convergono nell'assunzione di fondo circa l'esistenza, nel singolo caso, di un rapporto di *leverage* tra debito e capitale oltre il quale la società comprometterebbe la propria riuscita economica, rinunciano a definire una volta per tutte e in assoluto una formula che consenta di ottenere la struttura finanziaria ottimale, lasciando le relative decisioni alla valutazione degli operatori ed in ultima analisi del mercato¹⁸.

2. *La cronica sottocapitalizzazione delle piccole e medie imprese italiane e l'eccessiva dipendenza dal canale di finanziamento bancario: alcuni dati empirici*

Ai fini del discorso che si intende sviluppare, occorre, però, prendere le mosse dal dato empirico, emergente dagli studi sul tema, secondo il quale le imprese dotate di una qualità di credito inferiore, a differenza di quelle con merito di credito elevato, presentano una maggiore propensione verso l'indebitamento bancario, in particolare, sul versante del prestito garantito¹⁹. È agevole intuire che sia questo il caso della piccola e media impresa²⁰. In effetti, il minore merito di credito ed il connesso ricorso all'indebitamento bancario, quale fonte necessaria di finanziamento, hanno da sempre costituito i suoi tratti distintivi, in particolare nel tessuto imprenditoriale italiano, notoriamente caratterizzato da assetto concentrato e dunque poco propenso all'ingresso di nuovi investitori. E ciò a differenza delle grandi imprese, che hanno, tra l'altro, maggiore facilità di accesso al finanziamento mediante *equity*, in particolare attraverso il ricorso alle *IPO (Initial Public Offerings)*²¹.

Il dato empirico trova del resto riscontro a livello giuridico nell'istituto della società a responsabilità limitata – tipo societario, come è ampiamente

¹⁸ Rilievo diffuso: cfr. E. DE FONTENAY, *The Use of Debt*, cit., p. 15 s., secondo cui ciò è dovuto al fatto che le teorie non considerano le variazioni riscontrabili nelle singole tipologie di debito; G. DI GIORGIO-P. MURRO, *Le PMI italiane*, p. 12 s.; stessa conclusione in M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria*, cit., p. 19.

¹⁹ Cfr. L. PICARDI, *Il ruolo dei creditori*, cit., p. 36 ss., ove gli opportuni rife.

²⁰ Sui criteri identificativi delle PMI a livello giuridico, cfr. *infra*, § 5, e più ampiamente, cap. II, § 4.

²¹ G. BARBA NAVARETTI-G. CALZOLARI-G. OTTAVIANO-A.F. POZZOLO, *Capital Markets Union and Growth Prospects for Small and Medium-Sized Enterprises*, in F. ALLEN-E. FAIA-M. HALIASSOS-K. LANGENBUCHER (eds.), *Capital Markets Union and Beyond*, The MIT Press, Cambridge (Mass.), London, 2019, p. 132.

noto, recepito dal codice civile del 1942 in derivazione dall'esperienza tedesca della *GmbH*, ed in conformità alla sua diffusione in svariati paesi europei²² – che, nella versione originaria, si presentava contraddistinto, oltre che dalla minore soglia di capitale necessaria per la sua costituzione, dal divieto di emettere obbligazioni, che impediva alla società di raccogliere risparmio altrui sotto forma di *debt*, nonché da quello di rappresentare le quote tramite azioni, che, sebbene in modo non altrettanto chiaro, ostacolava la raccolta di capitali sotto forma di *equity*²³.

Tale regime doveva intendersi quale contraltare di una disciplina meno rigorosa di quella della s.p.a. Esso, nelle intenzioni del legislatore dell'epoca, avrebbe consentito alle imprese di più modeste dimensioni di usufruire comunque del regime di responsabilità limitata²⁴. Onde l'unica fonte di finanziamento consentita dalla legge si riduceva a quella bancaria o a quella rappresentata dalle risorse fornite dai soci.

Condizioni, queste, della persistente sottocapitalizzazione delle PMI in forma di s.r.l. – fenomeno che non a caso si riconosce ricorrente soprattutto nelle società chiuse ed in quelle facenti parte di un gruppo²⁵ – che ha rappresentato e rappresenta tuttora un serio impedimento alla loro espansione, data la riluttanza dei soci fondatori ad immobilizzare ingenti capitali sotto forma di capitale di rischio, preferendo il ricorso sistematico ai prestiti, attesa la posizione di vantaggio acquisita dal finanziatore, in termini di predefinizione della remunerazione²⁶.

²² E che vede un antecedente nella società a garanzia limitata di cui alla legislazione austriaca, transitoriamente conservata dopo l'unificazione legislativa, come può leggersi nella Relazione al codice civile, § 1004: in tema, cfr. M. STELLA RICHTER jr., *Antecedenti e vicende della società a responsabilità limitata*, in *S.r.l. Commentario. Dedicato a Giuseppe B. Portale*, a cura di A.A. Dolmetta-G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, p. 1 ss., spec. 5 ss.; e v. anche ID., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 645 ss.; ID., *Profilo storico*, in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba-G. Marasà, vol. I, Giuffrè, Milano, 2020, p. 1 ss. Sul dibattito precedente all'introduzione della s.r.l. nel diritto italiano, cfr. T. ASCARELLI, *Le società a responsabilità limitata e la loro introduzione in Italia*, in *Riv. dir. comm.*, 1924, I, p. 419 ss. Per ult. riff. storici, v. anche *infra*, § 8, nt. 193.

²³ Su tale questione, cfr. *infra*, cap. II, § 1.

²⁴ Sebbene la Relazione al codice civile del 1942 ipotizzasse che la nuova forma societaria potesse prestarsi anche per le imprese di maggiori dimensioni, tutte le volte in cui si intendesse assicurare con legami più stretti l'attività dei soci alla società in funzione dell'elemento fiduciario (Relazione al codice civile, § 1004): sul punto, v. pure *infra*, cap. II, § 7.

²⁵ E che dunque giustifica la presenza di un'apposita disciplina che lo regoli, quale è quella sancita dagli artt. 2467 e 2497-*quinquies* c.c.: cfr. sul punto, M. MAUGERI, *Finanziamenti "anomali" dei soci e tutela del patrimonio nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, p. 10 s., ove altri riff., ed *infra*, nel testo.

²⁶ Cfr. anche *infra*, cap. II, § 7.

In effetti, la stretta dipendenza dalle banche del sistema imprenditoriale, costituito in prevalenza da piccole e medie imprese, per il finanziamento sia dell'attività corrente, sia degli investimenti a lungo termine, è una caratteristica da lungo tempo presente non solo nell'economia italiana, ma anche in quella europea²⁷, costituendo le ragioni del suo successo²⁸, anche in termini di creazione di posti di lavoro, come pure del loro insuccesso, con conseguente dispersione di questi ultimi²⁹. Il che accade, tra l'altro, perché le piccole e medie imprese sono spesso imprese di nuova costituzione (*start-up*) con progetti di investimento innovativi, suscettibili di incontrare difficoltà di accesso ai finanziamenti, specie allorché si passa dalla fase di avviamento a quella di espansione, a causa della sussistenza di asimmetrie informative strutturali: difficoltà, queste, acute nelle situazioni di crisi finanziaria³⁰.

In tali circostanze, il ricorso al finanziamento bancario risulta eccessivamente costoso, preferendo le banche prestare denaro ad imprese con flussi di cassa storici stabili e positivi o comunque in grado di fornire garanzie collaterali o garanzie personali³¹. Per questo, le banche non sono propense

²⁷ Come emerge da alcuni dati, a livello europeo le piccole e medie imprese costituivano nel 2017 il 99,8% del numero totale delle imprese, nel mentre altri dati pongono in evidenza la ridotta dimensione in media delle imprese in Italia, rispetto agli altri paesi europei: si vedano le considerazioni e le tabelle indicate in G. DI GIORGIO-P. MURRO, *Le PMI italiane*, cit., p. 7; e v. anche D. COLONNELLO-E.R. IANNACCONE-G. MOLLO-M. ONZA, *Piccole e medie imprese e finanziamento del progetto imprenditoriale: una ricerca per un nuovo tipo di emittente* (con prefazione di R. Sacchi), *Quaderni giuridici Consob*, n. 24, giugno 2022, p. 8 ss. Quella della dipendenza dal sistema bancario è, dunque, un aspetto comune alle imprese europee, ancorché esso si renda più evidente in Italia per via di una struttura industriale molto sbilanciata verso la piccola e media impresa: cfr., sul punto, lo studio del Gruppo di lavoro della Giunta Assonime, dal titolo *Il finanziamento a medio e lungo termine di imprese e infrastrutture in Italia*, n. 4/2015; e v. inoltre, F. CESARINI-G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane: dal credito bancario al mercato*, in *Banca Impresa Società*, 2016, p. 403 ss. nonché in *Efficienza di mercato e nuova intermediazione*, a cura di E. Ginevra, Giappichelli, Torino, 2019, p. 9 ss.; cenni anche in M. LAMANDINI, *Dalla crisi del credito alla Capital Markets Union. Una breve nota introduttiva*, *ivi*, p. 2 ss.

²⁸ Come notano F. CESARINI-G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane*, cit., p. 403 ss., tale caratteristica può riscontrarsi a far data dalla prima rivoluzione industriale, a cavallo tra il XIX e il XX secolo.

²⁹ Sul ruolo delle PMI nella creazione di posti di lavoro, ma anche nella loro dispersione si vedano i dati segnalati da G. BARBA NAVARETTI-G. CALZOLARI-G. OTTAVIANO-A.F. POZZOLO, *Capital Markets Union*, cit., p. 129 ss.

³⁰ Si veda, in tal senso, quanto osservato dalla Commissione Europea in seno alla relazione sulla proposta di emanare un Regolamento europeo sul *crowdfunding* (COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento Europeo e del Consiglio relativo ai fornitori di servizi di crowdfunding per le imprese*, Bruxelles, 8 marzo 2018), Regolamento poi successivamente approvato, benché con modifiche di non scarso peso (*infra*, nt. 64 e cap. III, nt. 237).

³¹ Anche questo è un rilievo piuttosto diffuso, ricorrente negli studi sulle nuove modalità di

a fornire finanziamenti alle PMI ovvero alle imprese in fase di *start-up*, proprio perché non dotate di tali requisiti, per di più basate sull'esperienza e conoscenza di pochi soggetti³², se non in cambio di maggiori tassi di interesse, in specie in considerazione dell'elevato rischio di *default* correlato ai progetti imprenditoriali più innovativi³³.

Non è un caso, del resto, che la precarietà della struttura finanziaria del sistema imprenditoriale italiano, basata sullo stretto legame tra banche e imprese, abbia finito per emergere in alcuni episodi di crisi, che hanno posto in luce la fragilità del sistema finanziario ed il sottodimensionamento del ruolo dei mercati³⁴.

finanziamento delle imprese. Cfr., ad es., V. DOMBROVSKIS, *Foreword*, in K. KAILI-D. PSARRAKIS-R. VAN HOINARU (eds.), *New Models of Financing and Financial Reporting for European SMEs. A Practitioner's View*, Palgrave Macmillan, London, 2019, VI; D. COLONNELLO-E.R. IANNACCONE-G. MOLLO-M. ONZA, *Piccole e medie imprese*, cit., p. 9; E. FRANZA, *Nuove modalità di finanziamento: la blockchain per startup e piccole e medie imprese. Rischi e possibili vantaggi*, maggio 2019, in *www.dirittobancario.it*, p. 1; M. MOZZARELLI *L'equity crowdfunding in Italia, dati empirici, rischi e strategie*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2019, I, p. 650 s.

³²In conformità ad uno studio commissionato dalla BCE (SAFE), la maggior parte delle PMI sono possedute da familiari o da gruppi di imprenditori, quando non anche da un singolo proprietario, nel mentre è assolutamente trascurabile la partecipazione di *venture capital* ovvero di *business angel* (cfr. G. BARBA NAVARETTI-G. CALZOLARI-G. OTTAVIANO-A.F. POZZOLO, *Capital Markets Union*, cit., p. 131, secondo i quali la presenza di costi fissi ostacola la capacità di tali imprese nell'accedere a più sofisticate fonti di finanziamento).

³³Cfr. G. BARBA NAVARETTI-G. CALZOLARI-G. OTTAVIANO-A.F. POZZOLO, *Capital Markets Union*, cit., p. 142 s., che sottolineano come solo apparentemente il maggiore saggio di interessi aumenti i profitti delle banche, e ciò in quanto queste ultime sono tenute ad operare accantonamenti prudenziali nei confronti di quelli che possono costituire *NPLs* (*infra*, nel testo). Conseguentemente, le banche potrebbero preferire di rinunciare a finanziare le imprese con progetti imprenditoriali profittevoli e sicuri, non essendo in grado di separare i buoni dai cattivi progetti, a cagione delle asimmetrie informative, generandosi un'ipotesi di fallimento del mercato.

³⁴In particolare, già a partire dagli anni '70 sono emersi i problemi di sostenibilità della struttura finanziaria delle imprese italiane, anche tra le grandi imprese, eccessivamente sbilanciate verso il debito e non inclini ad attingere ai mercati, a causa del timore, sottolineato poc'anzi (*supra*, § 1), di perdere il controllo dell'impresa: cfr. F. CESARINI-G. GOBBI, *Il finanziamento delle imprese italiane*, cit., p. 403 s., ove si riportano le parole dell'allora Governatore della Banca d'Italia, Carlo Azeglio Ciampi circa la riluttanza delle imprese a cercare sul mercato un nuovo azionariato e la necessità di avviare processi culturali volti a favorire la quotazione in borsa di nuove imprese. Del resto, che sussista un rapporto di funzionalità tra lo sviluppo dei mercati finanziari e la crescita dell'economia, e che l'impatto di una crisi finanziaria sia meno accentuato nei sistemi economici mercatocentrici sono affermazioni diffuse nella letteratura economica: cfr. sul punto N. LINCIANO-A. CIARAVELLA, *Profili economici dell'accesso delle PMI al mercato dei capitali*, in *Società a responsabilità limitata, piccola e media impresa, mercati finanziari: un mondo nuovo?* Atti del Convegno (Courmayeur, 14-15 settembre 2018), a cura di P. Montalenti-M. Notari, Giuffrè, Milano, 2020, p. 201 ss., ove altri riff., anche per l'analisi dei dati empirici inerenti al calo di quotazioni del mercato azionario italiano negli ultimi anni. Per altri riff., cfr. C.

Già da questi brevi cenni si comprende come la diversificazione del sistema finanziario italiano e gli incentivi all'utilizzo di fonti di finanziamento alternative a quella bancaria, in specie per le piccole e medie imprese, sia un obiettivo presente da tempo nella politica economica italiana, sia pure di medio-lungo periodo. Di ciò può ritenersi espressione la stessa riforma del diritto societario del 2003, su cui ci si soffermerà più innanzi, con particolare riferimento alla previsione che consente alle s.r.l. di attingere ai mercati finanziari mediante l'emissione di titoli di debito (art. 2383 c.c.), superando così il divieto assoluto di accedere al prestito obbligazionario.

L'obiettivo è, tuttavia, divenuto più stringente nell'ultimo decennio, per effetto della restrizione dell'offerta del credito bancario (c.d. *credit crunch*), in conseguenza dello *shock post Lehman Brothers*. Come è noto, la capacità degli istituti di credito di liberare risorse in favore dell'economia reale è limitata da diversi fattori, tra i quali, in particolare, l'alto rapporto tra sofferenze e attivi. La presenza di sofferenze dovute alla titolarità di crediti deteriorati, generati dalla crisi finanziaria globale (meglio noti con la sigla *NPLs: non performing loans*), ha, infatti, imposto svalutazioni di bilancio che hanno condotto le banche a rivedere le condizioni di prestito³⁵. A ciò si aggiunga la crisi dei debiti sovrani, che ha riguardato specificamente i paesi dell'eurozona nel biennio 2010-2011³⁶, in virtù delle decisioni dei governi e delle Banche centrali di intervenire a sostegno delle banche ritenute troppo grandi per fallire, con conseguente commistione tra qualità degli *assets* bancari e debiti pubblici, seguendo dunque la logica del *bail out*.

Sono state queste, del resto, le premesse degli interventi a livello sovranazionale atti a fronteggiare le distorsioni presenti nel sistema finanziario e che, tuttavia, hanno ulteriormente limitato l'accesso al credito da parte delle piccole e medie imprese³⁷. Ci si riferisce, in particolare, alle misure volte alla creazione dell'Unione bancaria europea (UBE), mediante l'attivazione di un meccanismo di vigilanza unico (MVU), contestualmente ad un meccanismo di risoluzione unico delle crisi (MRU) e ad uno schema comune di garanzia dei depositi, secondo la filosofia, opposta a quella da poco men-

GERNER-BEUERLE, *Law and Finance in Emerging Economies: Germany and Britain 1800-1913*, in *Mod. L. Rev.*, 2017, p. 263, nt. 1.

³⁵ Si veda CNDCEC-FNC, *Documento "Non Performing Loans"*, a cura del gruppo di lavoro Non Performing Loans-NPL, luglio 2019, p. 4 ss.

³⁶ Per una sintesi, si veda l'apposito resoconto reperibile su <https://www.consob.it/web/investor-education/crisi-debito-sovrano-2010-2011>.

³⁷ Cfr. I. SUPINO, *Individuazione di «fonti alternative di finanziamento» per le PMI nelle previsioni della Capital Market Union*, in *Contratto e impresa*, 2016, p. 933 ss.

zionata, del *bail in*, sottesa alla Direttiva BRRD (Direttiva 2014/59/UE)³⁸.

Il tutto accompagnato dall'introduzione di nuove regole contabili per le banche, nel rispetto del nuovo principio IFRS 9 circa i maggiori accantonamenti per crediti erogati a soggetti che versano in condizioni di *stress* finanziario³⁹, e di una nuova normativa sui requisiti patrimoniali, in attuazione degli accordi di Basilea III⁴⁰, attraverso l'implementazione del pacchetto CRD IV/CRR [Direttiva 2013/36/UE; Regolamento (UE) n. 575/2013]. Ed è del resto proprio in tale contesto che può leggersi l'elaborazione da parte della BCE delle Linee guida sui crediti deteriorati (marzo 2017), delineanti i criteri, ancorché non vincolanti, cui le banche, secondo il meccanismo *comply or explain*, sono tenute ad adeguarsi al fine di conseguire l'obiettivo strategico di ridurre le esposizioni deteriorate degli istituti di credito⁴¹.

Non occorre spendere molte parole per rendersi conto che tale scenario abbia reso e renda ancora più impervio l'accesso al finanziamento bancario alle imprese in fase di *start-up* e più in generale alle PMI, in particolare quelle innovative, avendo queste ultime, come si diceva, un estremo bisogno di risorse.

Da qui l'insorgere dell'esigenza di individuare canali di finanziamento alternativi a quelli tradizionali e di favorire le imprese che intendono acce-

³⁸ Direttiva recepita in Italia mediante i due d.lgs. nn. 180-181/2015. È facile, peraltro, scorgerne nel nuovo modello di gestione delle crisi bancarie un fattore di sfiducia dei risparmiatori nei confronti degli intermediari bancari, che ostacola la tradizionale attività di raccolta del risparmio, creando quel che può definirsi un processo di disintermediazione creditizia, con l'ulteriore irrigidimento delle modalità operative del canale bancario ai fini del sostegno delle imprese (cfr. F. CAPRIGLIONE, *Regolazione europea post-crisi e prospettive di ricerca del diritto dell'economia: il difficile equilibrio tra politica e finanza*, in *Riv. trim.*, 2016, p. 537 ss., spec. p. 550 ss.; conf. I. SUPINO *Individuazione*, cit., p. 937 s., ove ult. riff.). E ciò in conseguenza del nuovo ruolo che è destinato ad assumere l'istituzione bancaria, da soggetto di pubblica utilità ad operatore di mercato. In tema, si veda anche M. RISPOLI FARINA, *La disciplina europea di soluzione delle crisi bancarie. L'attuazione nell'ordinamento italiano. Profili problematici*, in *Regole e mercato*, a cura di M. Rispoli Farina-A. Sciarrone Alibrandi-E. Tonelli, t. III, Giappichelli, Torino, 2017, p. 3 ss. Ci si permette, inoltre, di rinviare a F. BRIZZI, *Procedure di allerta e doveri degli organi di gestione e controllo: tra nuovo diritto della crisi e diritto societario*, in *RDS*, 2019, p. 363 ss., ove altri riff., nonché, specie riguardo al *bail-in*, a ID., *Il recesso del socio di banca cooperativa tra fonti normative nazionali ed europee: una questione aperta*, in *RDS*, 2017, p. 511 s., ove ult. riff. Più di recente, per una valutazione critica, cfr. M. ARRIGONI, *Verso la fine del Bail-in? Una critica al regime europeo di gestione delle crisi bancarie*, in *Banca Impresa Società*, 2021, p. 59 ss.

³⁹ Principio che, come è noto, abbandona il concetto della *incurred loss* per abbracciare quello della *expected credit loss*.

⁴⁰ Per tutti, cfr. F. ACCETELLA, *L'accordo di Basilea III: contenuti e processo di recepimento all'interno del diritto dell'Ue*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2013, I, p. 462 ss.

⁴¹ In tema, cfr. L. DE ANGELIS, *Le regole contabili degli NPL*, in *Dir. banca e merc. fin.*, 2019, p. 3 ss.; S. LEUZZI, *Considerazioni sui non performing loans*, 26 marzo 2018, reperibile su www.inexecutivis.it; S. RIZZO, *Il quadro regolamentare delle esposizioni bancarie (nei confronti delle imprese "in crisi")*, 20 gennaio 2022, reperibile su www.dirittodellacrisi.it.

dervi, sì da consentire a queste ultime di dotarsi di una struttura patrimoniale meno dipendente dal canale bancario e dunque in grado di superare il bancocentrismo che caratterizza in particolare (ma non esclusivamente) l'economia italiana. Canali che lo sviluppo delle nuove tecnologie ha certamente contribuito ad ideare ed incrementare, rendendo possibile il reperimento sia di capitale di credito, sia di capitale di rischio, in connessione con i nuovi servizi finanziari che le medesime tecnologie sono in grado di fornire. Benché – si osserva – l'innovazione tecnologica non rappresenti di per sé una novità, negli anni recenti l'applicazione delle innovazioni tecnologiche ai prodotti ed ai processi di intermediazione finanziaria è divenuta più intensa e frequente⁴²: onde, tra l'altro, la definizione omnicomprensiva e non univoca di *Fintech*⁴³, quale modalità per migliorare i servizi finanziari mediante le nuove tecnologie, tale da identificare un'attività finanziaria che opera in senso trasversale ai settori finanziari⁴⁴.

Il contesto illustrato concorre a spiegare, più in generale, il percorso delle riforme che si sono succedute nel corso degli ultimi dieci anni, volto ad ampliare le fonti di finanziamento delle imprese. Il cui fine ultimo è stato quello di rendere il sistema finanziario italiano più aperto ai mercati azionari e obbligazionari e meno dipendente dal canale bancario, in modo da coadiuvare la nascita di un mercato dei capitali dedicati alle PMI, con mi-

⁴² Cfr. C. SCHENA-A. TANDA-C. ARLOTTA-G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech. Opportunità e rischi per l'industria finanziaria nell'era digitale*, in *Quaderni FinTech Consob*, n. 1, marzo 2018, p. 8, ove altri riff. V. anche nt. successiva.

⁴³ Il termine nasce dalla crasi delle parole *finance* e *technology* (traducibile nella formulazione generica: tecnologia applicata alla finanza), ma è destinato a ricomprendere tanto lo svolgimento delle attività finanziarie tradizionali, quanto l'introduzione di nuovi servizi e modelli di *business*: cfr. G. D'AGOSTINO-P. MUNAFÒ, *Prefazione alla collana dedicata al Fintech*, *Quaderni FinTech Consob*, n. 1, cit., VIII; e v. anche C. SCHENA-A. TANDA-C. ARLOTTA-G. POTENZA, *Lo sviluppo del FinTech*, cit., p. 8 ss.; E. MACCHIAVELLO, "Fintech". *Problematiche e spunti per una regolazione ottimale*, in *Mercato Concorrenza Regole*, 2019, p. 435 ss.; M. MIGALDI, *Fintech e criptovalute: processi di regolamentazione europea e questioni applicative di diritto societario*, in *Ordines*, 2022, p. 483 ss. In tema, si vedano i contributi raccolti in R. LENER ET ALII, *Fintech: diritto, tecnologia e finanza*, Minerva Bancaria, Roma, 2018, p. 7 ss.; in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian-C. Sandei, Cedam, Padova, 2020, p. 3 ss.; nonché in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*², a cura di M.T. Paracampo, voll. I e II, Giappichelli, Torino, 2019-2021, pp. 1 ss. e 2 ss.; e v. altresì i lavori presenti in A. GURREA MARTÍNEZ-N. REMOLINA (eds.), *Fintech, regtech y legaltech: fundamentos y desafíos regulatorios*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2020, p. 141 ss.

⁴⁴ Attraverso tale definizione, invero, si indicano tendenzialmente una serie di società estremamente eterogenee quanto al tipo di servizi offerti, accomunate dallo sviluppo di attività basate sulle nuove tecnologie informatiche e digitali, applicate in ambito finanziario: cfr. M.T. PARACAMPO, *Fintech e la strategia europea per il mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*, in *Fintech. Introduzione*, cit., vol. I, p. 1 ss.

norì adempimenti e costi per la quotazione⁴⁵. Un obiettivo, questo, che si inserisce in pieno nel quadro delle linee di azione proprie della *Capital Markets Union*, in connessione con quelle relative alla finanza digitale, come ci si accingerà ad esporre nel paragrafo seguente.

3. *Le politiche europee in funzione della diversificazione delle fonti di finanziamento delle PMI. Dalla Comunicazione europea del 3 marzo 2010 alla Capital Markets Union*

Il tema dell'accesso ai mercati di capitali delle piccole e medie imprese, ed in particolare delle PMI innovative, è entrato da tempo nell'agenda delle politiche europee, come può evincersi, a tacer d'altro, dalle esortazioni formulate in tal senso dalla Commissione Europea nella Comunicazione del 3 marzo 2010⁴⁶, all'interno di una più generale strategia dedicata alla crescita (Europa 2020). Una strategia, questa, che, avendo quale base giuridica l'art. 173 TFUE, assunse quale obiettivo il superamento della crisi del decennio precedente⁴⁷. Tanto, in stretta continuità con l'attenzione dedicata alle piccole imprese, che già in precedenza aveva condotto la Commissione Europea a suggerire proposte legislative indirizzate a riconoscere ed a valorizzare l'elevato potenziale di crescita e di innovazione delle stesse⁴⁸.

⁴⁵ Cfr. G. FORESTIERI, *I nuovi canali di finanziamento delle imprese. Minibond, cartolarizzazioni, capitale di rischio*, in *Bancaria*, 2014, p. 3; G. DI GIORGIO-P. MURRO, *Le PMI italiane*, cit., p. 17.

⁴⁶ COMMISSIONE EUROPEA, *Comunicazione della Commissione – Europa 2020. Una strategia per una crescita intelligente, sostenibile ed inclusiva*, COM(2010) 2020 definitivo, Bruxelles, 3 marzo 2010, reperibile su eur-lex.europa.eu. Vedi in particolare il § 3.2, in riferimento all'esigenza di dotare l'Europa di un *venture capital* efficiente, in modo da facilitare l'ingresso delle imprese ai mercati di capitale.

⁴⁷ Si vedano, peraltro, i *Principi generali di politica industriale UE (Note tematiche sull'Unione Europea)*, reperibile su europarl.europa.eu.

⁴⁸ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *“Una corsia preferenziale per la piccola impresa”*. *Alla ricerca di un nuovo quadro fondamentale per la Piccola Impresa (Uno “Small Business Act” per l'Europa)*, COM(2008) 394 definitivo, Bruxelles, 25 giugno 2008, reperibile su eur-lex.europa.eu, che contiene la formulazione di dieci principi e di proposte legislative ispirate al principio “Pensare anzitutto in piccolo”. Tra queste la Proposta di Regolamento europeo sulla SPE e la proposta di Direttiva in materia di *Societas Unius Personae*, mai approvate (riff. sul punto in A. VICARI, *European Company Law*, De Gruyter Studium, Berlin/Boston, 2021, p. 315 ss.). Ed ancora si veda la comunicazione COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un piano d'azione per migliorare*

Non stupisce come quella del sostegno alle PMI ed alle imprese di nuova costituzione abbia costituito una tematica presente nell'Action Plan predisposto dalla Commissione Europea⁴⁹ – al termine di un periodo di consultazione, avviata a seguito della pubblicazione di un Libro verde nel febbraio 2015⁵⁰ – in ordine alla proposta di una *Capital Markets Union* (d'ora in poi: CMU), con individuazione delle soluzioni idonee a ridurre la frammentazione dei mercati ed a diversificare le fonti di finanziamento delle imprese. Proposta che, nelle intenzioni dei suoi sostenitori, doveva intendersi quale giusto seguito dei cambiamenti che l'introduzione dell'Unione bancaria aveva apportato al finanziamento dei mercati bancari e finanziari, oltre che quale appropriata azione volta a rinvigorire la crescita dell'economia europea ed a creare nuova occupazione⁵¹.

Nella consapevolezza che la realizzazione di un simile obiettivo non potesse realizzarsi mediante un unico provvedimento, sono state così individuate oltre trenta azioni e misure rivolte a tale scopo, nell'arco di sei priorità concernenti le tappe del processo di costruzione graduale di un'Unione dei mercati dei capitali ben funzionante, integrata ed estesa a tutti gli Stati membri, da realizzare entro il 2019⁵².

l'accesso delle PMI ai finanziamenti, COM(2011) 0870 definitivo, Bruxelles, 7 dicembre 2011, reperibile su eur-lex.europa.eu. In tema, cfr. E. DESANA, *PMI innovative, PMI e società a responsabilità limitata: una rivoluzione copernicana?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transalpino alla prova del codice della crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Giappichelli, Torino, 2020, p. 52 ss.

⁴⁹ COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 468 final, Bruxelles, 30 settembre 2015, reperibile sul sito eur-lex.europa.eu. Cfr., *ex multis*, P. SCHAMMO, *Market Building and the Capital Markets Union: Addressing Information Barriers in the SME Funding Market*, in *ECFR*, 2017, p. 217 ss.

⁵⁰ COMMISSIONE EUROPEA, *Libro verde. Costruire un'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2015) 63 final, Bruxelles, 18 febbraio 2015, reperibile su eur-lex.europa.eu.

⁵¹ Si veda, al riguardo, C.V. GORTSOS, *The Foundation of the European Capital Markets Union (CMU): From the 2015 to the CMU Action Plan and Their Implementation* (January 9, 2022), disponibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4005259>, p. 3 ss., che all'uopo riporta le parole di Yves Mersch, all'epoca membro dell'*executive board* della Banca centrale Europea, che definì l'economia europea alla stregua di "a plane flying on one engine, the bank financing".

⁵² Più precisamente, la Commissione Europea individuò sei priorità, corrispondenti ognuna ad un'apposita sezione, quali: 1) il percorso verso la crescita: finanziare l'innovazione, le *start-up* e le società non quotate; 2) semplificare l'accesso e la raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati dei capitali aperti al pubblico; 3) investire a lungo termine: investimenti infrastrutturali sostenibili; 4) promuovere gli investimenti istituzionali e al dettaglio; 5) mobilitare la capacità bancaria per sostenere l'economia nel suo complesso; 6) facilitare gli investimenti transfrontalieri.

Tanto sulla base del convincimento secondo il quale il rafforzamento dei mercati dei capitali, integrando il finanziamento bancario, avrebbe consentito l'afflusso di nuova finanzia verso le imprese, ivi comprese le PMI, anche in riferimento alla realizzazione dei progetti ed investimenti a lungo termine, intensificando il collegamento tra risparmio e crescita; ed inoltre avrebbe contribuito a promuovere una maggiore resistenza agli *shocks*, mercati più liquidi, costi di capitale più bassi e, infine, una maggiore competitività all'interno dello spazio economico europeo⁵³.

Ai fini del percorso di indagine che ci si accinge a svolgere, pare utile sottolineare l'attenzione del piano di azione allo sviluppo di canali di finanziamento a favore delle imprese in crescita, con particolare riferimento a quelle nello stadio di *start-up* e nella prima fase di espansione, e più in generale al sostegno delle PMI, e dunque alla promozione di fonti alternative a quella bancaria, quali il *crowdfunding*, il *venture capital*, i fondi *loan-originating* ed il *private placement* (piano di azione, cap. I). Ma anche in ordine alla semplificazione dell'accesso e della raccolta di capitali da parte delle imprese sui mercati aperti al pubblico (piano di azione, cap. II), aventi l'obiettivo di ridurre i costi per le imprese, tra cui quelli relativi al prospetto informativo. Ciò anche in collegamento con l'attuazione della Direttiva MiFID II, relativamente alla previsione di appositi mercati di crescita per le PMI (art. 33 Direttiva 2014/65/UE), quali specifici sistemi multilaterali di negoziazione, di ausilio alle stesse per la preparazione ad una futura quotazione nei mercati regolamentati. Direttiva che, sebbene precedente allo stesso *Action Plan* del 2015, può, unitamente al Regolamento delegato (UE) 2017/565, reputarsi a ragione un pilastro essenziale della stessa CMU, inserendosi anch'essa tra i tentativi di supportare l'accesso delle PMI ai mercati di capitali, con specifico riferimento alle *trading venues*⁵⁴.

Si tratta, ad ogni modo, di profili presenti anche all'interno delle nuove priorità stabilite dalla Commissione Europea nella valutazione dei risultati intermedi operata nel 2017⁵⁵, che hanno costituito la base per la realizza-

⁵³ Così A. PERRONE, *Capital Markets Union. A Proposal for Action*, in *Rivista ODC*, 3/2016, p. 1. E v. al riguardo anche le considerazioni di M. LAMANDINI, *Dalla crisi del credito*, cit., p. 6 ss.

⁵⁴ Cfr. A. PERRONE, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, in D. BUSCH-E. AV-GOULEAS-G. FERRARINI (eds.), *Capital Markets Union in Europe*, OUP, Oxford, 2018, cap. XII, § 1, ove, però, considerazioni critiche sull'approccio adottato dalla MiFID II e proposte di soluzioni alternative. In argomento, cfr. anche F. ANNUNZIATA, *Il recepimento di MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 1100 ss.

⁵⁵ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni *sulla revisione intermedia del piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali*, COM(2017) 292 final, Bruxelles, 8 giugno 2017, secondo la quale, a quella data, erano state realizzate più della metà delle

zione del piano di azione entro il 2019, ma anche delle nuove proposte ad opera dell'*High Level Forum on the Capital Markets Union* nel suo *Final Report* del 2020⁵⁶, sfociate nel nuovo piano di azione realizzato dalla stessa Commissione nel 2020 (*Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*), successivamente alla crisi pandemica⁵⁷.

Il nuovo piano di azione ha, in effetti, ravvivato la necessità di completare la realizzazione dell'Unione dei mercati dei capitali, e ciò anche e soprattutto alla luce della crisi causata dalla pandemia da COVID-19. Si assume, al riguardo, che le misure straordinarie adottate a livello europeo per il suo contrasto risultino finalizzate a coadiuvare la ripresa nel breve termine, nel mentre il finanziamento ad opera dei mercati potrà e dovrà, tra l'altro, sostenere la ripresa e la crescita nel lungo termine, mobilitando investimenti privati ed integrando il sostegno pubblico alle imprese (nuovo piano di azione, cap. I, § 1), nonché contribuire a garantire la transizione verde e la trasformazione digitale delle stesse ed in particolare delle PMI (nuovo piano di azione, cap. I, § 2).

Obiettivi, questi ultimi, in linea con l'*European Green Deal Investment Plan*⁵⁸, fondamento dell'*European Green Deal*⁵⁹, e con la strategia in mate-

misure annunciate, nel mentre tre proposte legislative si trovavano nella fase finale. In aggiunta, venivano individuate nove priorità di azioni (sintetizzate in C.V. GORTSOS, *The Foundation*, cit., p. 4 ss.), tra cui si segnalano sia il miglioramento di un sistema di regole proporzionato atto a supportare la quotazione delle PMI sui mercati finanziari, facendo ancora una volta riferimento ai mercati di crescita, sia lo sfruttamento del potenziale del *Fintech*, con riguardo alle aeree del *crowdfunding*, in modo da permettere una migliore operatività delle piattaforme europee.

⁵⁶Dal titolo *A New Vision for Europe's Capital Markets*, su cui cfr. K. LANGENBUCHER, *Building a Capital Market – the Final Report of the High Level Forum on the EU Capital Market Union*, in *ECFR*, 2020, p. 601 ss.

⁵⁷COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final, Bruxelles, 24 settembre 2020. Il nuovo Piano di azione si basa, in effetti, su quattro pilastri: 1) ripresa dalla crisi pandemica; 2) transizione verde e trasformazione digitale; 3) economia più inclusiva; 4) competitività globale e autonomia strategica aperta dell'UE. Con tale piano la Commissione si impegna in relazione a 16 azioni per conseguire i suoi tre obiettivi principali: 1) sostenere una ripresa economica verde, digitale, inclusiva e resiliente, rendendo i finanziamenti maggiormente accessibili per le imprese europee; 2) rendere l'UE un luogo ancora più sicuro nel quale le persone possano risparmiare e investire nel lungo termine; 3) fare convergere i mercati nazionali dei capitali in un vero mercato unico.

⁵⁸COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano di investimenti per un'Europa sostenibile. Piano di investimenti del Green Deal Europeo*, COM(2020) 21 final, Bruxelles, 14 gennaio 2020; e v. anche la successiva comunicazione in tema [COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Un traguardo climatico 2030*

ria di finanza sostenibile delineata al fine di integrare nel sistema finanziario europeo le azioni volte a gestire i rischi climatici ed ambientali⁶⁰; non-

più ambizioso per l'Europa. Investire in un futuro a impatto climatico zero nell'interesse dei cittadini, COM (2020) 562 final, Bruxelles, 17 settembre 2020] in ordine agli obiettivi di riduzione delle emissioni di gas a effetto serra.

⁵⁹ COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Il Green Deal europeo*, COM(2019) 640 final, Bruxelles, 11 dicembre 2019.

⁶⁰ Si veda il piano d'azione dell'8 marzo 2018 [COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile*, COM(2018) 97 final, Bruxelles, 8 marzo 2018]; e v. la successiva comunicazione in tema [COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Strategy for Financing to a Sustainable Economy*, COM(2021) 390 final, Strasburgo, 6 luglio 2021], particolarmente perspicua sul punto riguardo agli incentivi alla transizione delle PMI verso la finanza sostenibile. Si tratta di iniziative miranti ad incentivare l'adozione di politiche di sostenibilità delle imprese, che, sia pure con approccio graduato e proporzionato, sono inclini a considerare anche le piccole e medie imprese. In questo quadro sono da ricomprendersi gli obblighi in tema di informazione di carattere non finanziario, disciplinati dalla Direttiva 2013/34/UE [come modificata dalla Direttiva 2014/95/UE (c.d. Direttiva DNF) sulla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità, attuata nel nostro ordinamento con il d.lgs. n. 254/2016], riguardanti le imprese di grandi dimensioni quali enti di interesse pubblico, oggetto di una recentissima Direttiva [Direttiva (UE) 2022/2464 del 14 dicembre 2022 (c.d. Direttiva CSRD) che modifica quella appena menzionata], nell'ambito del *Sustainable Finance Package*, di cui alla relativa Comunicazione [COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Tassonomia dell'UE, comunicazione societaria sulla sostenibilità, preferenze di sostenibilità e doveri fiduciari: dirigere i finanziamenti verso il Green Deal Europeo*, COM(2021) 188 final, Bruxelles, 21 aprile 2021], che non a caso estende i suddetti obblighi anche alle PMI, sia pure solo a quelle quotate nei mercati regolamentati, fatta eccezione per le microimprese, restando salva l'adesione su base volontaria per le PMI non quotate. Si tratta, infine, di politiche di cui è pure espressione la Proposta di Direttiva relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità [COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937*, COM(2022) 71 final, Bruxelles, 23 febbraio 2022], inerente alle imprese di grandi dimensioni, ma che considera le ricadute sulle PMI dall'attuazione delle suddette procedure da parte delle imprese ad esse tenute. In argomento, tra i contributi più recenti, cfr. S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, p. 974 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 992 ss.; G. MOLLO, *La comunicazione di informazioni di carattere non finanziario quale strumento di attuazione della Responsabilità Sociale dell'Impresa*, in *Riv. dir. impr.*, 2019, p. 317 ss.; L. MARCHEGANI, *Piccole e medie imprese societarie con scopo e responsabilità sociale. Spunti per una riflessione*, in *Riv. soc.*, 2020, p. 1481 ss.; EAD., *Riflessioni su informazione non finanziaria, comunicazione d'impresa e fiducia degli stakeholders*, in ODCC, 2021, p. 105 ss.; M. STELLA RICHTER jr., *Long-Termism*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 16 ss.; U. TOMBARI, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e "scopo della società"*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, p. 225 ss.; C. AMATUCCI, *Responsabilità sociale dell'impresa e nuovi obblighi degli amministratori. La giusta via di alcuni legislatori*, in *Giur. comm.*, 2022, I, p. 622 ss.; D. STANZIONE,

ché con la strategia “Plasmare il futuro digitale dell’Europa”⁶¹ e della presoché coeva strategia in materia di finanza digitale⁶² – a sua volta facente parte dell’ambizioso e più ampio *Digital Finance Package* presentato il 24 settembre 2020⁶³ – la cui implementazione è considerata un fattore di crescita delle imprese e dei consumatori, riducendo i rischi connessi.

Governo dell’impresa e comportamenti socialmente responsabili: verso un diritto societario della corporate social responsibility, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, p. 101 ss.; L. CALVOSA, *La governance delle società quotate italiane nella transizione verso la sostenibilità e la digitalizzazione*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 309 ss.; M. CIAN, *Sulla gestione sostenibile e i poteri degli amministratori: uno spunto di riflessione*, in *Impresa Credito Concorrenza. Dialoghi intorno alla pandemia*, a cura di G. Palmieri, Esi, Napoli, 2022, p. 9 ss. Per riflessioni più generali sulla funzione societaria, anche alla luce degli interventi legislativi in tema di società *benefit*, oltre che della recente modifica dell’art. 41, comma 2, Cost., cfr. G. MARASÀ, *Le società: profili sistematici e funzione*, in *Tratt. delle soc.*, diretto da V. Donativi, t. I, Utet, Torino, 2022, p. 134 ss.

⁶¹ COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Plasmare il futuro digitale dell’Europa*, COM(2020) 67 final, Bruxelles, 19 febbraio 2020.

⁶² COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni relativa ad *una strategia finanziaria digitale per l’UE*, COM(2020) 591 final, Bruxelles del 24 settembre 2020, basata, tra l’altro, sul *Fintech Action Plan*, contenente la prima proposta di regolamentazione europea del *crowdfunding* [COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Piano d’Azione per le tecnologie finanziarie: per un settore finanziario europeo più competitivo e innovativo*, COM(2018) 109 final, Bruxelles, 8 marzo 2018], nonché sulla comunicazione del 10 marzo 2020 [COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Una strategia per le PMI per un’Europa sostenibile e digitale*, COM(2020) 103 final del 10 marzo 2020], nel cui quadro sono contemplate le proposte in tema di cripto-attività e di utilizzo della tecnologia di registro distribuito (*distributer ledger technology* – DLT), su cui v. *infra*, nt. 65, nonché la proposta di Regolamento DORA in tema di resilienza operativa (Regolamento approvato dal Parlamento UE il 10 novembre 2022). Inoltre, per un tentativo di identificare i nessi tra la tematica della finanza digitale e la strategia della finanza sostenibile, vieppiù necessario alla luce della crisi pandemica, v. E. MACCHIAVELLO-M. SIRI, *Sustainable Finance and Fintech: Can Technology Contribute to Achieving Environmental Goals? A Preliminary Assessment of ‘Green Fintech’ and ‘Sustainable Digital Finance’*, in *ECFR*, 2022, p. 128 ss.; in argomento, cfr. anche I. H-Y CHIU, *Building a Single Market for Sustainable Finance in the EU-Mixed Implications and the Missing Link of Digitalisation*, in E. AVGOULEAS-H. MARJOSOLA (eds.), *Digital Finance in Europe: Law, Regulation, and Governance*, in *ECFR*, 2022 (*special volume 5*), p. 181 ss.; per un quadro d’insieme, cfr. D. BUSCH, *The future of EU financial law*, in *Cap. Mark. L. Jour.*, 2022, p. 52 ss.

⁶³ Per una compiuta descrizione del pacchetto, si veda il *Dossier* n. 50, 29 aprile 2021, della Camera dei deputati, reperibile su www.documenti.camera.it. e la scheda tecnica del Commissario Paolo Ciocca presentata alla VI Commissione permanente della Camera dei deputati, Roma 8 giugno 2021. Si vedano anche tutti i contributi raccolti in E. AVGOULEAS-H. MARJOSOLA (eds.), *Digital Finance in Europe*, cit., p. 1 ss.

Ed è proprio in tale contesto che il nuovo piano di azione sulla CMU sottolinea nuovamente, tra le tante, l'esigenza di facilitare l'accesso delle imprese ai finanziamenti (obiettivo 1), attraverso l'istituzione di una nuova piattaforma attiva a livello UE (punto di accesso unico europeo) che fornisca agli investitori le informazioni finanziarie ed in materia di sostenibilità (azione 1); come pure quella di ridurre e semplificare gli oneri ed i costi di conformità delle PMI per la quotazione sui mercati pubblici, intesi quali limiti alla loro crescita (azione 2); ed ancora l'assegnazione alle banche, che non abbiano la capacità o non sono intenzionate a fornire credito, del compito di indirizzare le medesime PMI verso finanziatori alternativi (azione 5).

Alla luce delle direttrici individuate dai piani di azione poc'anzi indicati, possono così essere lette ed inquadrare le misure già adottate dalla Commissione, come ad es. quelle in tema di prospetto informativo e di *crowdfunding*, cui ci si riferirà nel prosieguo⁶⁴ e quelle che nel prossimo futuro verranno introdotte, anche in tema di finanza digitale⁶⁵ e di sostegno delle PMI⁶⁶.

⁶⁴ È questo il caso, tra le tante, con riguardo a quanto è di interesse ai fini dell'indagine, dell'emanazione del Regolamento (UE) 14 giugno 2017, n. 1129, relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato [d'ora in poi anche solo Regolamento Prospetto], che abroga l'omonima Direttiva (Direttiva 2003/71/CE), come successivamente modificato, tra l'altro, ad opera rispettivamente del Regolamento (UE) 2021/337, in attuazione del *Capital Markets Recovery Package* del luglio 2020, unitamente alla Direttiva (UE) 2021/338 di modifica della MiFID II; nonché, anche in coerenza con le linee di azione individuate dal *Fintech Action Plan*, del Regolamento (UE) 7 ottobre 2020, n. 1503 [d'ora in poi: anche Regolamento (UE) *Crowdfunding*] che si menzioneranno nel prosieguo. Per una più ampia panoramica, cfr. C. V. GORTSOS, *The Foundation*, cit., p. 4 ss.

⁶⁵ Si veda la recente emanazione del Regolamento (UE) 30 maggio 2022, n. 858, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e n. 909/2014 nonché la Direttiva 2014/65/UE [Regolamento (UE) DLT], e la Proposta di Regolamento relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica la direttiva (UE) 2019/1937, COM(2020) 593 final, Bruxelles, 24 settembre 2020, ed approvata con modifiche il 5 ottobre 2022 dal Consiglio dell'Unione Europea [Proposta di Regolamento (UE) "MICA" o "MICAR"]. Nel corso dell'esposizione si terrà conto delle elaborazioni maturate sul testo della prima proposta. In argomento, cfr. C.V. GORTSOS, *The Commission's 2020 Proposal for a Markets for a Crypto-assets Regulation ('MiCAR'): a Brief Introductory Overview* (May 7, 2021), reperibile su SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3842824>; D.A. ZETTSCHKE-F. ANNUNZIATA-D.W. ARNER-R.P. BUCKLEY, *The Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA) and the EU Digital Finance Strategy*, in *Cap. Mark. L. Jour.*, 2021, p. 203 ss.; T. JUTSI-A. ABBÜHL, *Die Fintech-Massnahmen der EU und das „Finanzinstrumentum“*, in *EuZ*, Ausgabe 9/2022, k 1 ss.; O. READ-C. DIEFENBACH, *The Path to the EU Regulation Markets in Crypto-assets (MiCA)*, in *Wifin Working Paper*, 13/2022, p. 2 ss.; nella dottrina italiana, si veda per una valutazione critica, P. GIUDICI-G. FERRARINI, *Digital Offerings and Mandatory Disclosure: A Market-Based Critique of MiCA*, in E. AVGOULEAS-H. MARJOSOLA (eds.), *Digital Finance in Europe*, cit., p. 87 ss.; cui adde anche L. PICARDI, *Nuove prospettive nella raccolta del risparmio e ordine del mercato*, in *Riv. trim. dir. econ.*, suppl. n. 3 al n. 1/2022, p. 32 ss., ove ampi riff.; F. MATTASOGLIO, *Intelligenza artificiale e DLT. L'innovazione tecnologica al servizio del finanzia-*

La promozione di nuove forme di finanziamento per le imprese, in particolare delle PMI europee, in specie quelle innovative o comunque in fase di *start-up*, oltre che del collocamento privato e dei fondi che concedono prestiti, e l'ampliamento della platea dei potenziali investitori che ne consegue, rappresentano, quindi, le linee di tendenza della politica legislativa europea, in parte anticipata dalle misure adottate in precedenza dagli Stati membri⁶⁷. Tanto con il proposito di conseguire il giusto equilibrio tra l'in-

mento delle P.M.I., in NDS, 2022, p. 1555 ss.; da ultimo, C. SANDEI, *L'offerta iniziale di criptoattività*, Giappichelli, Torino, 2022, p. 153 ss. E v., al riguardo, anche il Libro Verde su *La competitività dei mercati finanziari a supporto della crescita*, a cura del Dipartimento del Tesoro e del Mef, febbraio 2022, reperibile su www.dt.mef.gov.it, dedicato alla ricognizione della situazione attuale dei mercati finanziari italiani nel confronto internazionale e che individua al § 3 quattro aree di intervento, di cui la terza è quella di valorizzare le potenzialità del digitale ai fini dell'accesso al mercato di imprese e investitori (nel mentre la prima è quella di facilitare il processo di *listing* e la permanenza nei mercati, con riferimento alle PMI; la seconda è quella di incoraggiare la partecipazione ai mercati dei capitali italiani da parte degli investitori; la quarta è quella di rendere il sistema di applicazione di regole più efficiente ed efficace), su cui a commento cfr. P. LEOCANI-U. MALVAGNA-A. SCIARRONE ALIBRANDI-A. TRANQUILLINI, *Tecnologie di registro distribuito* (distributed ledger technologies – blockchain) *per la rappresentazione digitale di strumenti finanziari* (security token): *tra diritto cartolare e disciplina delle infrastrutture di mercato*, in *Riv. dir. banc.*, 2022, p. 73 ss. E v. anche la *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione avente ad oggetto il Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari a supporto della crescita*, Roma, 1° luglio 2022 reperibile all'indirizzo web indicato.

⁶⁶ Si veda la Comunicazione della Commissione Europea ad un anno dal piano d'azione [COMMISSIONE EUROPEA – Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni, *Unione dei mercati dei capitali – Risultati conseguiti un anno dopo il piano d'azione*, COM(2021) 720 final, Bruxelles, 25 novembre 2021, sulla quale cfr. il commento di A. BOZZETTI, *La transizione verso la Capital markets union (CMU): la tappa del novembre 2021*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2022, II, p. 20 ss.], ove sono indicate le proposte adottate e quelle future, tra le quali si segnalano quella di un Regolamento per istituire un punto di accesso unico europeo (ESAP) che sarà predisposto dall'ESMA, e quella in tema di revisione della quotazione per aiutare le imprese a raccogliere fondi sui mercati pubblici, in particolare a favore delle PMI (su cui v., rispettivamente, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio, che istituisce un punto di accesso unico europeo che fornisce un accesso centralizzato alle informazioni accessibili al pubblico pertinenti per i servizi finanziari, i mercati dei capitali e la sostenibilità*, COM(2021) 723 final, Bruxelles, 25 novembre 2021; nonché, più di recente, COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio, che modifica la direttiva 2014/65/UE al fine di rendere i mercati pubblici di capitali nell'Unione più attrattivi per le società e di facilitare l'accesso ai capitali per le piccole e medie imprese e che abroga la direttiva 2001/34/CE*, COM(2022) 760 final, Bruxelles, 7 dicembre 2022, che, si segnala, include anche solo una sezione di un sistema multilaterale di negoziazione nella definizione dei mercati di crescita per le PMI, a modifica della Direttiva MiFID II). Ed ancora, quanto al possibile ruolo svolto dalle banche ai fini dell'indirizzo delle PMI verso i finanziatori alternativi, il rapporto sui vantaggi e sulla fattibilità di tale ordine di misure (EUROPEAN COMMISSION, *Commission Staff Working Document. Report on an EU SME referral scheme*, SWD (2022) 178 final, Brussels, 28 June 2022).

⁶⁷ Si pensi, in tal senso, alla disciplina italiana in materia di *crowdfunding*, su cui *infra*, § 6, nonché cap. III, § 14.