

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

RASSEGNA
DI
DOTTRINA
E
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - M. PELLEGRINI
D. ROSSANO - M. SEPE - V. TROIANO

Supplemento al n. 3 /2024

ISSN: 2036 - 4873

RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

WWW.RTDE.LUISS.IT

La sede della Rivista è presso
la Fondazione G. Capriglione Onlus,
Università Luiss G. Carli,
Viale Romania 32, 00197 Roma.

Comitato di Direzione

M. Andenas - F. Capriglione - M. Pellegrini - D. Rossano - M. Sepe - V. Troiano

Direttore Responsabile

F. Capriglione

Comitato Editoriale

N. Casalino - V. Lemma – C. Marasco

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno
essereriprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus
su altre proprie pubblicazioni, in qualunque forma.

Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.

COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, M. Brogi, R. Calderazzi, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, G. C. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, S. Landini, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo.

Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai *referees* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione telematica da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarvisi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione.

In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli *standard* scientifici della Rivista.

Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista.

TEMI E PROBLEMI DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

Pubblicazione degli Atti del Convegno

“L’ordinamento del credito tra finanza alternativa e mutamenti
geopolitici” tenutosi nei giorni 24 e 25 ottobre 2024 presso il Complesso
Monumentale di Santa Chiara ed organizzato dall’Università degli Studi
di Napoli “Parthenope”

a cura di Diego Rossano

INDICE

PAOLO SAVONA – <i>Indirizzo di saluti</i> (Welcoming speech)	1
ROBERTO BOCCHINI – <i>Indirizzo di saluti</i> (Welcoming speech)	8
PAOLOEFISIO CORRIAS – <i>Indirizzo di saluti</i> (Welcoming speech)	13
DIEGO ROSSANO – <i>Presentazione</i> (Presentation)	18
FRANCESCO CAPRIGLIONE – <i>Riflessioni introduttive</i> (Introduction)	26
VINCENZO TROIANO – <i>Su alcuni aspetti della regolamentazione europea in materia di finanza alternativa: originating credit funds e credit insurance</i> (On certain aspects of European Regulation in Alternative Finance: Originating Credit Funds and Credit Insurance).....	67
GIOVANNI LUCHENA – <i>La regolazione europea per le materie prime fra geopolitica, tutela dell’ambiente e sviluppo dell’economia</i> (The European regulation of raw materials between geopolitics, environmental protection, and economic development)	79
GENNARO ROTONDO – <i>La regolazione europea e italiana del crowdfunding. Un possibile “modello” di regolazione per gli strumenti di finanza alternativa?</i> (European and Italian regulation of crowdfunding. A possible regulatory “model” for alternative finance instruments?)	97

MARIATERESA MAGGIOLINO – <i>La globalizzazione finanziaria in crisi: tra neutralità economica e valori occidentali</i> (Financial Globalization in Crisis: between economic neutrality and western values)	111
FILIPPO SARTORI – <i>Fattori ESG e impresa bancaria di prossimità: criticità e prospettive di un modello a taglia unica</i> (ESG factors and local banks: critical issues and perspectives of a one- size- fits- all- model)	136
RENATO SANTAGATA DE CASTRO – <i>Investimenti temporanei in società e partecipazioni “autogestibili”</i> (Temporary investments and self-extinguishing shareholdings)	170
SARA LANDINI – <i>Liability driven investments delle compagnie, investimenti alternativi e strategie di sostenibilità</i> (Liability driven investments of companies, alternative investments and sustainability strategies)	209
MARCELLO MINENNA – <i>Dollaro, euro e yuan: tre valute globali in cerca di un equilibrio gravitazionale</i> (Dollar, euro and yuan: three global currencies in search of a gravitational balance)	219
RAINER MASERA – <i>Economia, società e scarsità: il nuovo mondo dei sistemi di infrastrutture e dell’intelligenza artificiale</i> (Economics, society and scarcity: the new world of systems of infrastructures and Artificial Intelligence (AI))	234
FILIPPO ANNUNZIATA – <i>Recenti sviluppi nella disciplina degli Oicr di credito</i> (Recent developments in the italian Credit Oicr framework)	257
ALBERTO URBANI – <i>Banche e ordinamento bancario alla prova della Capital Markets Union: alcune suggestioni</i> (Banks and banking regulation to the Capital Markets Union	

test: some suggestions)	278
VALERIO LEMMA – <i>Innovazione tecnologica e operatività finanziaria</i> (Technological innovation and financial operations)	290
MARCO SEPE – <i>La nuova disciplina antiriciclaggio nell’AML Package</i> (The new anti – money laundering discipline in the AML Package)	311
PATRIZIO MESSINA – <i>Il direct lending come strumento di finanza alternativa. Quali prospettive in ambito europeo</i> (Direct lending as an alternative finance tool. Which prospects in the European context)	332
ILLA SABBATELLI – <i>La finanza non bancaria: il ruolo del comparto assicurativo</i> (Non – bank finance: the role of insurance)	345
ANTONELLA SCIARRONE ALIBRANDI – <i>Conclusioni</i> (Conclusions)	360

COMUNICAZIONI

ANNA MARIA PANCALLO – <i>La golden age della Finanza Alternativa: un’analisi in materia di private equity e venture capital alla luce del principio di sostenibilità</i> (The golden age of Alternative Finance: an analysis of private equity and venture capital in light of the principle of sustainability)	368
FRANCESCO ANGELO RE – <i>La cartolarizzazione come strumento di finanziamento alternativo per le imprese: spunti di riflessione alla luce di una recente pronuncia di legittimità</i> (Securitization as an Alternative Financing tool for businesses: reflections in light of a recent Supreme Court’s pronouncement)	385

ANTONIO DAVOLA – <i>La responsabilità sociale d’impresa ed il futuro della Climate Change Litigation: riflessioni a valle della decisione della Corte d’Appello dell’Aia nel caso Milieudefensie C. Royal Dutch Shell (Shell 2)</i> (Corporate Social Responsibility and Climate Change Litigation in the aftermath of the Court of appeal in The Hague’s ruling in Milieudefensie v. Royal Dutch Shell (Shell 2))	402
GIANFRANCO ALFANO – <i>Fattori ESG e adeguata composizione del Cda delle banche nel quadro della CRD VI</i> (ESG factors and suitable composition of banks’ boards within the CRD VI regulatory framework)	420
DANIEL FOÀ – <i>Sustainability – linked bonds: allineamento degli incentivi tra autonomia privata e vincoli normativi</i> (Sustainability – linked bonds: Aligning incentives through contractual agreements and regulatory constraints)	434
LORENZO RODIO NICO – <i>“Meritare” il credito nella governance digitale</i> (“Deserving” credit in digital governance)	459
STEFANIA CAVALIERE – <i>Alcune riflessioni sui mercati in evoluzione nell’era digitale</i> (Some thoughts on evolving markets in the digital age)	478
GABRIELLA GIMIGLIANO – <i>Le monete complementari come forme alternative di economia civile</i> (Community currencies as alternative forms of civic economy)	490
VITO BEVIVINO – <i>La predisposizione del contenuto degli stress test bancari al tempo della cronicità delle crisi. Il rilievo per gli assetti adeguati e la supervisione</i> (The preparation of the content of bank stress tests in times of chronic crises. The relevance for adequate regulation and supervision)	514

**LA GOLDEN AGE DELLA FINANZA ALTERNATIVA: UN'ANALISI IN
MATERIA DI PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL ALLA LUCE
DEL PRINCIPIO DI SOSTENIBILITÀ ***

*(The golden age of Alternative Finance: an analysis of private equity and
venture capital in light of the principle of sustainability.)*

ABSTRACT: *Il presente studio si propone di analizzare l'apporto del private equity e del venture capital nel processo di transizione verso un mercato più sostenibile e di valutare se, per il tramite dei citati strumenti, la Finanza Alternativa possa contribuire al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità delineati dal legislatore europeo.*

this study aims to assess the role of private equity and venture capital in driving the transition toward a more sustainable market, and to determine whether Alternative Finance, through these instruments, can help achieve the sustainability targets outlined by European lawmakers.

SOMMARIO: 1. Premesse e proposito dell'indagine 2. Questioni di disciplina 3. Il *private capital* ed il *venture capital* 4. Transizione sostenibile, *private equity* e *venture capital*: analisi di alcuni dati empirici 5. Conclusioni.

1. La *golden age* della Finanza Alternativa ha avuto inizio nei primi lustri del 2000, con l'obiettivo di permettere alle imprese – in particolare alle PMI -di reperire la necessaria liquidità attingendo a canali di finanziamento differenti da quello bancario¹.

* Contributo approvato dai revisori.

¹ Per un'ampia panoramica in materia di Finanza Alternativa nonché di *Capital Markets Union*, si rinvia, *ex multis*, a ROSSANO, *La finanza alternativa nella Capital Markets Union*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale. Studi dedicati a Mauro Giusti*, M. PASSALACQUA (a cura di), Milano, 2021, 427 ss.

Tra gli atti costituenti di tale stagione si annovera il c.d. *Small Business Act*, che è stato adottato dalla Commissione europea nel 2008 ed ha rappresentato un significativo tassello del manifesto normativo della materia². In tale documento gli Stati Membri hanno espresso la necessità di sostenere la crescita dei mercati europei dei capitali di rischio e di rimuovere gli ostacoli allo sviluppo della Finanza Alternativa. Tuttavia, il *SBA* si è limitato a delineare in termini generici le misure che gli Stati membri avrebbero dovuto introdurre in questo ambito. Più rilevante è stato il progetto di costituzione della *Capital Markets Union*, avviato nel 2015, che si è concluso nel settembre del 2020, con l’emanazione del *Capital Markets Union Action Plan*³. Tale piano, significativamente aggiornato rispetto alla sua versione originaria, ha rafforzato l’impegno dell’Unione verso la costruzione di un mercato dei capitali integrato e accessibile, in grado di supportare le piccole e medie imprese nella ricerca di fonti di finanziamento alternative a quelle tradizionalmente offerte.

Successivamente, la Commissione ha adottato un pacchetto di misure volto a consolidare ulteriormente la *Capital Markets Union*⁴ e più di recente, nel corso del mese di aprile del 2024, i *leaders* dell’Unione hanno rinnovato l’impegno a realizzare gli obiettivi definiti in occasione della costituzione della CMU, sottolineando l'urgente

² Ci si riferisce alla Comunicazione della Commissione al Consiglio, al Parlamento europeo, 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 (un “Small Business Act” per l’Europa)*, 25.6.2008.

³ Occorre, dunque, menzionare: il *Libro Verde: Costruire un’Unione dei mercati dei capitali* del 18 febbraio 2015; la 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*, 30.9.2015; la 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*, 24 settembre 2020.

⁴ Si tratta, in particolare, della 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*, 25 novembre 2021. Consiste nella revisione del Regolamento sui fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), della Direttiva sui gestori dei fondi di investimento alternativi (AIFMD), del MiFIR e della MiFID II. Per ulteriori e più approfondite considerazioni in merito alla costituzione della CMU si rinvia a ROSSANO, *Le PMI quotate alla luce del rinnovato contesto di mercato*, in *Rassegna di Diritto Pubblico europeo*, 1, 2024, 57 ss.

necessità di creare mercati europei dei capitali realmente integrati⁵.

Si delinea, così, un percorso progettuale volto a soddisfare l'esigenza – particolarmente avvertita a livello UE, ma anche dai singoli Stati membri – di promuovere nuove forme di finanziamento per le imprese, soprattutto per quelle di medie e piccole dimensioni. Va sottolineato, tuttavia che, nonostante i progressi compiuti, in Europa il livello di integrazione dei mercati dei capitali resta ancora lontano dagli obiettivi prefissati. La frammentazione persiste, poiché le economie degli Stati membri – almeno nel contesto considerato – continuano ad adottare un approccio da *esicasta*. Questo atteggiamento, caratterizzato da una visione chiusa e focalizzata sulle proprie specificità nazionali, ostacola la creazione di un mercato europeo realmente unificato e coeso⁶.

Al fine di completare l'analisi delle premesse dell'indagine, occorre comprendere quale sia il ruolo attribuito al “principio di sostenibilità”⁷ *da e nel* mercato. Vi è da dire che esso è progressivamente divenuto una sorta di criterio guida per la produzione legislativa unionale e domestica⁸, nonché, dunque, anche per

⁵ Cfr. *Capital Markets Union: EU renews commitment to integration and development of capital markets*, Stoccolma, 28 aprile 2023. Inoltre, al fine di seguire la cronistoria degli interventi in materia di CMU, si consiglia la consultazione della seguente pagina online dal sito del Consiglio europeo e del Consiglio dell'Unione europea: <https://www.consilium.europa.eu/it/policies/capital-markets-union-explained/timeline-what-the-eu-is-doing-to-deepen-its-capital-markets/>

⁶ Sul punto è opportuno richiamare le conclusioni espresse dal Prof. Rossano nel corso del suo intervento introduttivo alla sessione pomeridiana del convegno di cui in questa sede si raccolgono gli atti. Il Prof. Rossano ha affermato che occorre un *salto culturale* per realizzare i propositi della *Capital Markets Union* e che, insieme ad essa, andrebbe conclusa la realizzazione dell'Unione Bancaria Europea.

⁷ A proposito del “principio di sostenibilità”, si rinvia al dibattito svoltosi nel corso dell'ottavo convegno associativo dell'Associazione dei Docenti del Diritto dell'Economia, dal titolo *Clausole generali in relazione ai principi e ai valori*. Le clausole generali del diritto dell'economia, 2 e 3 dicembre 2022, Milano, di cui sono stati pubblicati gli atti. Si rinvia, in particolare, a GAMBARO, *Clausole generali in relazione ai principi e ai valori*, AA.VV., *Le clausole generali nel diritto dell'economia*, Torino, 2024, 25 s.

⁸ Fino alla seconda metà del '900 la sostenibilità era intesa come un programma economico volto a ridurre i costi e ad incrementare i profitti dell'impresa. Si è assistito ad un cambio di paradigma a partire dagli anni '70 dello scorso secolo. Il primo approccio della sostenibilità in chiave moderna risale alla *Stockholm Declaration on the Human Environment* del 1972, consultabile al seguente link: <https://documents.un.org/doc/undoc/gen/nl7/300/05/pdf/nl730005.pdf?token=tJC2dU59OtRx7uW1TG&fe=true>. Nel 1987 è stato elaborato il *Report of the World Commission on Environment and Development Our Common Future* – meglio noto come “Rapporto Brundtland” – con l'obiettivo di definire “un'agenda

l'ordinamento finanziario. In detto contesto, infatti, la legislazione di riferimento⁹ valorizza l'*agere* degli intermediari se esso è orientato al perseguimento, tra gli altri, degli obiettivi declinati nell'acronimo ESG¹⁰. Inoltre, sovente nel piano d'azione della CMU si richiama la necessità di supportare la "transizione verde" del mercato e, a tal proposito, proprio nell'*Action Plan* si afferma che: «*l'Unione dei mercati dei capitali migliorerà le opportunità di accesso ai finanziamenti per le PMI e contribuirà così al conseguimento degli obiettivi della strategia per le PMI per un'Europa sostenibile e digitale dell'UE*»¹¹.

In tale contesto, il *private equity* e il *venture capital* emergono come strumenti di finanziamento alternativo nonché quali leve fondamentali di sviluppo strategico per alcune categorie di imprese, tra cui le PMI. Il presente studio si propone di analizzare

globale per il cambiamento". In tale rapporto si è affermato che lo "sviluppo sostenibile" coincide con la necessità di soddisfare "i bisogni del presente senza compromettere la possibilità delle generazioni future di realizzare i propri". Esso è reperibile al seguente link: https://www.are.admin.ch/dam/are/it/dokumente/nachhaltige_entwicklung/dokumente/bericht/our_common_futurebrundtlandreport1987.pdf.download.pdf/our_common_futurebrundtlandreport1987.pdf. Nel 1989 il Rapporto fu discusso dall'Assemblea generale dell'ONU che organizzò la Conferenza delle Nazioni Unite su ambiente e sviluppo. Più di recente, occorre citare anche il c.d. *Green Deal europeo*, cfr. *Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni sul Green Deal europeo* (COM (2019)0640), in https://ec.europa.eu/info/strategy/priorities-2019-2024/european-green-deal_it. Sebbene di *Green New Deal* si sia iniziato a parlare sin dal 2008, lo stesso anno in cui è stato emanato il citato *Small Business Act*; ci si riferisce al *Rapporto del Green New Deal Group* del 2008 e *Rapporto del Programma delle Nazioni Unite per lo sviluppo del 2009, Rethinking the Economic Recovery: A Global Green New Deal*. Cfr. F. MOLITERNI, *Il Green Deal europeo e le sfide per il diritto dell'ambiente*, in *Riv. quad. dir. dell'ambiente*, 1, 2021, 4 s.; DEL PRATO, *Sostenibilità, precauzione e sussidiarietà*, in *Contr. impr. Eur.*, 3/2023, 408.

⁹ In questa sede giova brevemente richiamare i testi legislativi principali che compongono il quadro giuridico di riferimento in materia di finanza sostenibile. Ci si riferisce, in particolare: al pacchetto di misure adottato dalla Commissione europea nel giugno del 2023; al Regolamento 2020/852/UE c.d. Regolamento Tassonomia; al Regolamento 2019/288/UE c.d. Regolamento SFD.

¹⁰ Cfr. HLEG, *Interim report of the High-Level Expert Group on sustainable finance – Financing a sustainable European economy*, 12 luglio 2017, disponibile su https://ec.europa.eu/info/files/170713-sustainable-finance-hleg-interim-report_it, da cui il *Final report of the High-Level Expert Group on sustainable finance*, 31 gennaio 2018, disponibile su https://ec.europa.eu/info/files/180131-sustainable-finance-final-report_it.

¹¹ Cfr. *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).

l'apporto di tali istituti (*private equity* e *venture capital*) nel processo di transizione verso un mercato più sostenibile e di valutare se, attraverso il loro utilizzo, la Finanza Alternativa possa contribuire proprio al raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità delineati dal legislatore europeo.

2. Come si è anticipato, la presente analisi si focalizza su due specifici ambiti del *private capital*: il *private equity* ed il *venture capital*. Sebbene sarebbe più corretto riferirsi a essi come a “fondi di *private equity*” e a “fondi di *venture capital*”¹², dal momento che rientrano nel perimetro regolativo della gestione collettiva del risparmio. Più nello specifico, essi appartengono alla categoria degli organismi a struttura «chiusa»¹³ e, dunque, ai i fondi di investimento alternativi (FIA) chiusi mobiliari.

I fondi in questione rientrano nell'applicazione della Direttiva 2024/927/UE del 13 marzo 2024 (c.d. Direttiva AIFM II) che succede alla Direttiva 2011/61/UE (c.d. Direttiva AIFM I)¹⁴. Sul punto valgono le considerazioni già espresse dalla dottrina a proposito della Direttiva AIFM I, dal momento che (anche) il vigente quadro normativo europeo non prevede disposizioni specifiche applicabili ai fondi di *private equity* e di *venture capital* in quanto tali¹⁵, così riconoscendo ampia discrezionalità ai legislatori

¹² Sebbene tali locuzioni non vengano mai espressamente adoperate dal legislatore, trattandosi di formule in uso nella prassi, come rilevato da CUMMING, *The Oxford Handbook of Private Equity*, Oxford, 2012, *passim*.

¹³ Cfr. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività di impresa nel private equity*, Milano, 2018, *passim*.

¹⁴ Giova segnalare che le innovazioni apportate dalla Direttiva del 2024 sono state molte, ma non così ampie da determinare dei cambiamenti rivoluzionari al punto da sovvertire l'impianto di base della disciplina. Pur senza volersi addentrare in questa sede in più approfondite considerazioni, si guardi al titolo della Direttiva, ove si individuano gli ambiti in cui è intervenuta la modifica, che sono i seguenti: gli accordi di delega, la gestione del rischio di liquidità, le segnalazioni a fini di vigilanza, la fornitura dei servizi di custodia e di depositario e la concessione di prestiti da parte di fondi di investimento alternativi. Per un'ampia disamina della AIFMD II si rinvia, in questa fase, alla Legge italiana di delegazione europea del 2024. Per un'ampia disamina della AIFMD I, cfr. ZETZSCHE, PREINER, *Scope of the AIFMD, in The Alternative Investment Fund Managers Directive*, a cura di D.A. Zetzsche, Milano, 2020, *passim*.

¹⁵ Cfr. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *Analisi giuridica dell'economia*, fasc. 1-2, 2021, 208 s.

nazionali nel disciplinare tali categorie di prodotti. Difatti, a livello unionale, le uniche disposizioni armonizzate riguardano i gestori dei fondi, lasciando i fondi stessi privi di una regolamentazione uniforme. Rimangono comunque validi i regolamenti europei specifici come EuVeCa (*European Venture Capital Funds*), EuSeF (*European Social Entrepreneurship Funds*) e ELTIF (*European Long Term Investment Funds*)¹⁶, che, però, rappresentano una disciplina settoriale che non contribuisce a fornire uniformità alla normativa.

Il quadro normativo nazionale difetta di una disciplina organica e specifica per il *private equity* ed il *venture capital*. Difatti, a tale comparto del *private capital* il T.u.F. applica le disposizioni “generalì” valide per gli OICR mobiliari di tipo chiuso.

Il sistema regolatorio così rappresentato è caratterizzato da un apparato disomogeneo e frammentato¹⁷. Una tale disomogeneità normativa rischia di frenare lo sviluppo di strumenti che dovrebbero, invece, ricevere maggiore attenzione dal legislatore, al fine di garantire una regolamentazione più chiara e coerente e, conseguentemente, un utilizzo più efficace.

Difatti, tale segmento del *private capital* trarrebbe senz'altro vantaggio da una

¹⁶ Giova segnalare che le regole che disciplinano tali specifici OICR sono di tipo settoriale e solo in senso lato riconducibili alla categoria qui descritta. Inoltre, occorre precisare che essi sono stati introdotti nel panorama normativo europeo a seguito dell'introduzione della Direttiva AIFM. Più nello specifico, gli organismi EuVeCa e EuSeF sono stati disciplinati, rispettivamente, dai Regolamenti (UE) 2013/345 e 2013/346 del 17 aprile che sono stati modificati dal Regolamento/UE) 2017/1991 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 25 ottobre 2017, mentre gli organismi ELTIF sono stati disciplinati dapprima nel Regolamento (UE) 2023/606 del 15 marzo 2023 cui è succeduto il “Regolamento ELTIF 2”, in vigore dal 10 gennaio 2024, che ha introdotto un quadro normativo più flessibile per la costituzione e la commercializzazione degli ELTIF in Europa, con l'obiettivo di facilitare gli investimenti in questi fondi da parte di investitori istituzionali e al dettaglio e sostenere la crescita dell'economia europea. EuVECa riguarda i fondi alternativi sotto-soglia specializzati nel settore del *venture capital*. EuSeF riguarda FIA sotto-soglia che hanno per obiettivo l'investimento in imprese che svolgono attività di inclusione sociale. ELTIF riguarda OICR di tipo chiuso che investono prevalentemente in strumenti di capitale di rischio con un orizzonte di medio lungo periodo. Cfr. PAYNE, *Private Equity and its Regulation in Europe*. Oxford Legal Studies Research Paper No. 40/2011, disponibile al seguente indirizzo: <https://ssrn.com/abstract=1886186>. N

¹⁷ La dottrina ha definito tale quadro legislativo come un sistema multidimensionale «e più simile alle rifrazioni prodotte da un caleidoscopio, piuttosto che ad una disciplina in qualche misura armonizzata nell'ambito dell'UE», cfr. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 209 s..

base normativa più solida che faciliterebbe «*lo sviluppo di un vero mercato paneuropeo del private equity*»¹⁸, contribuendo a rafforzare la *Capital Markets Union* e a consolidare la *golden age* della Finanza Alternativa.

3. Come accennato in precedenza, i fondi mobiliari in questione rappresentano strumenti efficaci per il raggiungimento degli obiettivi delineati nell'*Action Plan* della CMU. Pertanto, occorre analizzare più approfonditamente le caratteristiche dei fondi di *private equity* e di *venture capital* e per farlo è necessario partire da una considerazione già affrontata nel paragrafo precedente: la mancanza di precise definizioni legislative. Tale circostanza contribuisce a creare un quadro giuridico disomogeneo che rischia di compromettere l'efficienza e l'efficacia delle operazioni economiche intraprese da tali fondi. Proprio alla luce di tale lacuna, al fine di individuare i tratti distintivi dei citati fondi mobiliari bisogna rifarsi alla prassi operativa e alla letteratura, che hanno individuato i caratteri rappresentativi degli OICR di *private equity* e di *venture capital*¹⁹.

Dapprima è necessario analizzare il fondo di *private equity* che è: «*un organismo di tipo chiuso, orientato all'investimento in asset non liquidi, e tendenzialmente rivolto a investitori professionali*»²⁰. Nel caso in cui un'operazione di *private equity* preveda l'acquisizione di una partecipazione di minoranza da parte dell'investitore, è prassi che questi subordini il proprio intervento al riconoscimento,

¹⁸ Cfr. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 210. Inoltre, si sottolinea che, come è noto, alla luce di diverse pronunce della giurisprudenza di legittimità – *ex multis* la pronuncia della Corte di cassazione 12062/2019 –, qualsiasi fondo di investimento è privo «*di autonoma soggettività giuridica*». Tale precisazione è doverosa anche alla luce del fatto che, talvolta, nello scritto ci si riferisce direttamente ai fondi – e non alle società di gestione – senza, però, voler attribuire ai primi alcuna *capacità* intrinseca.

¹⁹ Cfr., *ex multis*, CUMMING, JOHAN, *Venture Capital and Private Equity Contracting: An International Perspective*, Amsterdam, 2013, *passim*; GERVASONI – SATTIN, *Private equity e venture capital – Manuale di investimento nel capitale di rischio*, IV edizione, 2020, Milano, 28; MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Milano, 2017 *passim*; ALVARO, ANNUNZIATA, *La partecipazione dei fondi alternativi riservati in società quotate e in altri fondi*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2018, 36 s.

²⁰ Cfr. ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 208.

da parte degli altri soci o almeno del socio di maggioranza della *target company*, di una serie di diritti. Tra questi, i principali includono «*l'investitura dei diritti di governance*»²¹ ed il diritto di attivare strumenti negoziali che garantiscano la liquidazione dell'investimento entro un periodo di tempo determinato (il cosiddetto «diritto di *exit*»)²². È importante sottolineare che tali investimenti non prevedono, a priori, una scadenza precisa per il rimborso né il pagamento di interessi; tale circostanza colloca il finanziatore in una posizione *attiva* all'interno della direzione aziendale, dato l'interesse diretto allo sviluppo del *business* piuttosto che alla mera solvibilità dell'impresa.

Tra il *private equity* ed il *venture capital* vi è un rapporto di *genus a species*. La letteratura economica distingue i due strumenti citati tenendo conto dello stadio di sviluppo raggiunto dall'impresa quando essa riceve il sostegno del fondo. Pertanto, solo il finanziamento dell'avvio dell'impresa (*early stage financing*) o il supporto allo sviluppo (*expansion financing* o *development capital*) sono attività che rientrano nella strategia dei fondi di *venture capital*, che investono in imprese di recente costituzione anche mettendo a disposizione delle stesse il proprio *know-how*²³. Difatti, i beneficiari dell'investimento sono imprese non quotate, spesso caratterizzate da un elevato potenziale di crescita e da un profilo di rischio altrettanto significativo, data anche la fase iniziale dello sviluppo del progetto imprenditoriale²⁴. Non a caso, il rischio

²¹ Cfr. DONATIVI, *Strumenti di corporate governance nel rapporto tra fondi di private equity e PMI*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2008, I, 207.

²² Cfr. MAZZA, *op. ult. cit.*, XV; ALVARO, ANNUNZIATA, *op. ult. cit.*, 37; STABILINI, TRAPANI, *Clausole di drag along e limiti all'autonomia privata nelle società chiuse*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, I, 966; FRIGNANI, *Voce Venture capital*, in *App. Nov. dig. it.*, vol. VII, 1987, 1119 s.

²³ Cfr. SZEGO, *Il venture capital come strumento per lo sviluppo delle piccole e medie imprese: un'analisi di adeguatezza dell'ordinamento italiano*, in *Quaderni di Ricerca Giuridica della Consulenza legale della Banca d'Italia*, 2002, n. 55, 15 s.

²⁴ Si tratta, generalmente, di imprese che offrono nuovi prodotti o servizi oppure di aziende che prevedono l'introduzione di tecnologie innovative, cfr. SALATINO, *Un'introduzione al venture capital*, in *Giurisprudenza Commerciale*, fasc.4, 2024, 805 ss. Cfr., inoltre, MAZZA, *op. ult. cit.*, I ss.; GERVASONI, *op. ult. cit.*, 28; SZEGO, *op. ult. cit.*, 16; in particolare, Szego ritiene che: «*la nozione di venture capital non ha significato univoco; spesso non si distingue da quella, più generale, di private equity o dall'attività di merchant banking. Questa incertezza di termini è in parte giustificata poiché in*

associato a tali operazioni rappresenta un limite rilevante che spesso scoraggia una partecipazione più ampia degli investitori, ancorché istituzionali. Per concludere l'analisi, occorre considerare che l'orizzonte temporale dell'investimento è tipicamente di medio-lungo termine²⁵, a conclusione del quale, come si è detto, la partecipazione azionaria del fondo viene ceduta, spesso mediante operazioni di *exit* pianificate²⁶. Tale evento è strettamente legato al fatto che l'obiettivo degli investitori non è ottenere guadagni dalla distribuzione ordinaria degli utili — un evento che, nelle prime fasi di sviluppo di un'impresa, si verifica raramente o assume dimensioni limitate — quanto realizzare un profitto significativo al momento, appunto, del disinvestimento, puntando sulla crescita di valore nel medio-lungo termine²⁷.

Sulla base di quanto sin qui esaminato, risulta evidente che i fondi di *private equity* e di *venture capital* hanno assunto un ruolo strategico nel mercato, alla luce: i) dell'ampia capacità finanziaria di cui dispongono²⁸; ii) della condivisione di competenze specifiche con le imprese a favore della crescita e dello sviluppo di queste ultime; iii) dell'orizzonte temporale dell'investimento, che consente una pianificazione attenta e articolata, limitando l'assunzione di decisioni determinate da *short-termism*²⁹. Non a

tutti e tre i casi si è in presenza di un'attività di investimento, effettuata da investitori istituzionali, operatori pubblici, grandi aziende o privati, nel capitale di rischio di altre imprese».

²⁵ L'investimento deve essere “mantenuto” nella società per un periodo prolungato, poiché è prevedibile che, per un considerevole arco di tempo, la società non generi flussi di cassa. Tali considerazioni valgono, spesso, anche per imprese finanziate da fondi di *private equity*. Inoltre, data l'elevata rischiosità intrinseca a queste operazioni di investimento, in particolare nelle fasi di “seed” ed “early stage”, si possono riscontrare significative difficoltà nel realizzare un disinvestimento per un periodo altrettanto esteso, Cfr. GERVASONI, SATTIN, *op. ult. cit.*, 183.

²⁶ Cfr. la delibera in data 22 luglio 2004 del Consiglio Direttivo di AIFI (Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt).

²⁷ Cfr. ANGELICI, *Fra “mercato” e “società”: a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2011, 181 ss.; SZEGO, *op. ult. cit.*, spec. 15 ss.

²⁸ Che può avere varia natura, potendosi configurare, talvolta — soprattutto quando il fondo assume forma societaria — come uno strumento di *equity*, tal altra di debito. A volte in tale contesto si emettono strumenti di *equity* per il tramite di azioni, ma sovente si distribuiscono anche corposi finanziamenti, senza neppur emettere titoli di debito. In questi termini è intervenuto il Prof. Annunziata — concludendo che entrambi gli strumenti sono necessari — rispondendo ad un quesito del Presidente della sessione di lavori, Prof. Paolo Savona, del convegno i cui atti sono raccolti nel presente volume.

²⁹ Cfr. *ex multis*, STELLA RICHTER jr., *Long-terminism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; ANGELICI, *Divagazioni sulla “responsabilità sociale” dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 1 ss., DENOZZA, *Lo scopo*

caso, nel corso del 2024 l'ESMA ha divulgato un *Position Paper* intitolato “*Building more effective and attractive Capital Markets in the EU*”³⁰ contenente una specifica raccomandazione denominata “*Stimulating equity funding to support innovation and growth*” e ivi dedicando particolare attenzione alla necessità di sostenere il *capital equity* ed il *venture capital*, «*which can be important in supporting the lifecycle of SMEs, especially at late stage or IPO phase*». In effetti, considerando lo specifico ruolo che tali strumenti di *private capital* stanno assumendo nell'attuale contesto di mercato, ben si comprende quanto sia determinante il loro apporto al *lifecycle* delle PMI.

Pertanto, alla luce delle caratteristiche sin qui descritte, emerge chiaramente il ruolo cruciale che tali strumenti possono svolgere nel facilitare cambiamenti e transizioni di lungo periodo, come quella ecologica. Non a caso, in Italia è stata costituita la *Cassa Depositi e Prestiti Venture Capital Sgr* con il chiaro obiettivo di incentivare la crescita e l'innovazione delle “imprese nascenti”. Tra i fondi promossi spicca il “*Green Transition*”. Per il tramite di esso la Sgr supporta la transizione ecologica delle imprese *target* utilizzando sia le risorse del PNRR sia i capitali privati³¹. Il fondo in questione, che rientra nella classificazione di cui all'art. 8 del Regolamento europeo 2019/2088 (SFDR), finanzia le aziende che operano, ad esempio, nell'ambito delle fonti rinnovabili e della mobilità sostenibile, rappresentando un esempio concreto dell'impatto positivo che il *venture capital* può avere sulle imprese e sull'ambiente.

della società tra *short-termism* e *stakeholder empowerment*, in *Rivista ODC*, 2021, 29 ss., BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al «profitto»*, Milano, 2022, *passim*; LOCCI, *Interesse sociale e sostenibilità in ambito finanziario*, in ROSSANO (a cura di), *L'industria finanziaria di fronte al mutamento del mercato*, Bari, 2023, 127 s. Per un'ampia e articolata analisi a proposito della dimensione temporale dell'agire sostenibile, cfr. ZAMMITTI, *Long-termism e short-termism nella ricerca di strategie di sostenibilità*, in *Rivista Orizzonti del Diritto Commerciale*, 1, 2021, 255 ss.

³⁰ Cfr. ESMA, *Building more effective and attractive Capital Markets in the EU. Position Paper*, 22 maggio 2024, raccomandazione n. 9.

³¹ Per maggiori informazioni si invia al sito internet consultabile al seguente link: https://www.cdpventurcapital.it/cdp-venture-capital/it/fondo_green_transition.page

L'analisi sin qui condotta ha evidenziato il ruolo cruciale del *private equity* e del *venture capital* nel sostenere lo sviluppo e la crescita delle PMI, nonché, come si vedrà meglio in seguito, nell'accompagnare le imprese verso la conversione sostenibile. Non a caso, come si è visto, anche lo Stato italiano – per il tramite della Cassa Depositi e Prestiti mediante il ricorso ai fondi del PNRR – è intervenuto al fine di inserirsi in tale contesto. Tuttavia, è necessario adottare un approccio critico nell'analisi dei fattori che limitano il potenziale di questi strumenti. Tra tutti spiccano l'assenza di un quadro normativo omogeneo e la frammentazione regolamentare a livello europeo; questi rappresentano degli ostacoli significativi che frenano l'integrazione e la competitività dei mercati e, dunque, la piena realizzazione della CMU. Occorre, dunque, un intervento coordinato sia da parte delle istituzioni pubbliche che degli investitori privati. Ciò anche alla luce del fatto che gli investimenti dei fondi di *private equity* e di *venture capital* nelle PMI italiane ammontano rispettivamente allo 0,046% e 0,026% del Prodotto Interno Lordo. In Germania tali valori sono 0,048% e 0,059% mentre in Francia 0,207% e 0,058%³². Tali percentuali, se paragonate a quelle del mercato statunitense, sono particolarmente basse; difatti, se si valutano in termini assoluti gli investimenti mondiali nel settore del *venture capital*, si evince che la quota europea ammonta al 19% mentre quella imputabile agli Stati Uniti è pari al 50%³³.

Alla luce di tali criticità, è evidente che il successo dei fondi di *private equity* e *venture capital* non è determinato unicamente dalla capacità di convogliare risorse finanziarie, ma dipende in modo sostanziale dalla predisposizione di un adeguato

³² Cfr. OSSERVATORI ENTREPRENEURSHIP FINANCE & INNOVATION, *La Finanza Alternativa per le PMI in Italia*, 7° Quaderno di Ricerca, novembre 2024, 56 s., disponibile al seguente link: <https://www.innexta.it/wp-content/uploads/2024/11/7°-Quaderno-di-Ricerca-sulla-Finanza-Alternativa-per-le-PMI-in-Italia.pdf>

³³ Cfr. CASSA DEPOSITI E PRESTITI, *30 anni di mercato unico europeo: un confronto con gli USA*, febbraio 2024, disponibile al seguente link: https://www.cdp.it/resources/cms/documents/CDP_Brief_30_anni_di_mercato_unico_europeo_confronto_con_gli_USA.pdf, ove inoltre si rileva come in Europa il credito al settore privato offerto dalle banche è oltre il 90% del PIL, a fronte del 55% negli USA. Cfr., inoltre, DI VITO, MARTIN FUENTES, MATOS LEITE, *Understanding the profitability gap between euro area and US global systemically important banks*, in *ECB Occasional Paper Series n. 327*, 2023.

framework normativo nonché dalla creazione di condizioni di mercato favorevoli. Di certo in questa fase giocano ruolo chiave anche i conflitti bellici in corso, le nuove *leadership* mondiali e, nel delineato contesto, la crescente tensione geopolitica spinge il mercato nella direzione di investire in *asset* liquidi³⁴.

Si può, dunque, giungere a una prima parziale conclusione: solo un intervento sinergico che coinvolga il legislatore europeo ed il mercato potrà consentire ai fondi di *private equity* e di *venture capital* di realizzare pienamente il proprio potenziale, promuovendo non solo lo sviluppo economico, ma anche la crescita sostenibile, in linea con gli obiettivi fissati dall'Agenda 2030 e dal *Green Deal* europeo.

4. In continuità con l'analisi avviata nel paragrafo precedente, questa fase della ricerca è dedicata alla verifica di alcuni dati empirici, al fine di comprendere quale ruolo possa concretamente riconoscersi ai citati strumenti del *private capital* nella conversione ambientale del mercato. Per farlo, occorre partire da un'indagine pubblicata nel corso del 2024 dall'Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt (AIFI) che esplora il rapporto tra i fondi di *private equity*, di *venture capital* e la sostenibilità³⁵. I risultati emersi sono incoraggianti, in quanto evidenziano come tale settore stia progressivamente adottando il principio di sostenibilità conformandosi alla disciplina vigente al fine di raggiungere i delineati obiettivi di decarbonizzazione e di neutralità climatica previsti nell'Agenda ONU 2030 e dall'Unione Europea³⁶.

³⁴ Cfr. CAPRIGLIONE, *Cima Energia Finanza. Una difficile convergenza*, Milano, 2023, *passim*.

³⁵ Cfr. AIFI, *Private capital e sostenibilità. Prassi di mercato, evoluzioni attese*, Maggio 2024, consultabile al seguente link: <https://www.aifi.it/visualizzaallegatodocumenti.aspx?chiave=O4HRMiOt4l28l81Kb31f6L436oa480>

³⁶ Cfr. ONU, Risoluzione adottata dall'Assemblea Generale il 25 settembre 2015. *Trasformare il nostro mondo: l'Agenda 2030 per lo Sviluppo Sostenibile*, 21 ottobre 2015; Commissione Europea, *Documento di riflessione verso un'Europa sostenibile entro il 2030*, 2019. Con riguardo agli obiettivi europei di neutralità climatica, il cui orizzonte temporale di riferimento è il 2050, cfr. Consiglio Europeo, *Conclusioni – 12 dicembre 2019*, EUCO 29/19; Regolamento 1119/2021/UE del Parlamento europeo e

Nell'indagine condotta dall'Associazione è interessante rilevare come, ad esempio, ben l'86% dei gestori coinvolti abbia aderito ai *Principles for Responsible Investments* elaborati dall'ONU; il 61% pubblici un *report* ESG mentre il 24% sia in procinto di predisporlo. Inoltre, si rileva che ben l'84% dei prodotti gestiti rientra nella classificazione di cui all'art. 8 ed il 19% nella classificazione di cui all'art. 9 del Regolamento 2019/2088/UE c.d. SFDR³⁷. In aggiunta, è significativo constatare che il 56% dei gestori intervistati monitori la riduzione delle emissioni di carbonio delle società e che percentuali analoghe si registrino anche a proposito della verifica del consumo di energia, confermando l'attenzione ad alcuni tra i parametri più significativi per la transizione sostenibile. Tali dati trovano riscontro in un'ulteriore pubblicazione dell'AIFI intitolata "*25 anni di Private Equity in Italia. Esperienze e prospettive dei protagonisti del settore*" ove il richiamo al principio di sostenibilità ed alla necessità di conformarsi ai suoi dettami è frequente e pervasivo in tutto il volume che raccoglie le esperienze più significative proprio in materia di *private equity*.

Alla luce di tali dati, il complesso e variegato contesto del *private capital* intervistato dimostra un'attenzione crescente e una chiara determinazione nel sostenere la transizione sostenibile del mercato, sebbene l'effettiva capacità di raggiungere gli obiettivi di lungo termine sia ancora condizionata da diversi fattori, fra i quali: i) la frammentazione normativa che caratterizza la CMU; ii) l'assenza di un quadro legislativo uniforme e comune nell'ordinamento europeo in materia di *private capital*; iii) l'incertezza normativa legata ai cambiamenti del contesto geopolitico che potrebbero incidere sulle politiche di sostenibilità; iv) la limitata integrazione tra i settori finanziari e industriali in Europa, oltre che più specificamente in Italia. Nonostante tali criticità, da parte delle imprese si riscontra una motivazione altrettanto

del Consiglio, del 30 giugno 2021, che istituisce il quadro per il conseguimento della neutralità climatica e che modifica il Regolamento (CE) n. 401/2009 e il Regolamento (UE) 2018/1999.

³⁷ Con riguardo alla classificazione di cui all'art. 8, all'interno di tale percentuale, il 22% è qualificato come di tipo "*plus mid green*" ed il restante 64% come di tipo "*light green*". Nella *survey* si specifica che i gestori hanno potuto rispondere selezionando più opzioni.

evidente a intraprendere percorsi di rinnovamento in chiave ecologica, segno di una convergenza strategica tra tutte le parti qui richiamate. Sul punto è utile analizzare i dati una recente analisi³⁸ che ha coinvolto le PMI italiane. Secondo l'indagine, oltre il 75% degli intervistati identifica il cambiamento climatico come il principale rischio sia per le persone sia per l'economia. Per la medesima percentuale "*il Green Deal va perseguito in quanto opportunità industriale che l'Italia deve cogliere, accelerando la transizione energetica*". Tuttavia, permangono alcune criticità: il 50% degli intervistati ritiene che gli imprenditori non siano sufficientemente informati in materia e il 59% individua negli elevati costi di investimento e negli oneri burocratici i principali ostacoli alla decarbonizzazione³⁹. Questi dati evidenziano un problema strutturale: l'assenza di un'adeguata rete di supporto per le imprese, che non solo fornisca risorse finanziarie, ma anche consulenza strategica e tecnica per affrontare la conversione ambientale.

Alla luce di questi dati e delle considerazioni svolte, emerge con chiarezza che gli strumenti di *private capital* possono assumere un ruolo cruciale nel delineato contesto. In particolare, il loro spazio di azione si colloca laddove gli imprenditori individuano le maggiori difficoltà, ovvero nei costi elevati e negli oneri burocratici connessi alla trasformazione sostenibile. In tale ambito, i fondi mobiliari citati possono operare in modo incisivo, non solo finanziando le attività necessarie al cambiamento, ma anche fornendo un supporto per agevolare l'intero processo di transizione. Questo duplice approccio pone i fondi di *private equity* e di *venture capital* come *partners* fondamentali per promuovere una sostenibilità reale e duratura nel mercato.

5. L'analisi condotta ha evidenziato come il *private equity* e il *venture capital* rappresentino strumenti fondamentali per la promozione dello sviluppo

³⁸ Cfr. l'indagine condotta da *Italy for climate (I4C)* e *Artigiani Imprenditori d'Italia (CNA)* intitolata "*Le PMI sono pronte a guidare la transizione?*" pubblicata il 18 dicembre 2024 e disponibile al seguente link: https://www.fondazionevilupposostenibile.org/wp-content/uploads/dlm_uploads/Indagine_PMI-e-la-transizione-2.pdf

³⁹ Inoltre, nel 2019 era stata condotta la medesima rilevazione ed i dati di entrambe sono molto simili.

sostenibile nel contesto economico contemporaneo⁴⁰. Inoltre, come si è detto, le PMI hanno un ruolo centrale nella *Capital Markets Union* e per la Finanza Alternativa, in quanto il loro accesso ai capitali rappresenta un tassello fondamentale per il rafforzamento dell'integrazione finanziaria europea.

In un mercato caratterizzato da sfide complesse come la decarbonizzazione e la transizione energetica, i fondi di *private equity* e di *venture capital* sono degli strumenti in grado di superare alcune delle criticità strutturali che frenano il cambiamento, offrendo risposte innovative e flessibili alle esigenze delle imprese, soprattutto delle PMI. Difatti, da un lato, la capacità del settore *private capital* di mobilitare risorse finanziarie significative consente di affrontare i costi elevati degli investimenti in sostenibilità, individuati dalle imprese come uno dei principali ostacoli alla conversione ambientale. Dall'altro, il valore aggiunto fornito da questi fondi si manifesta attraverso il supporto operativo e strategico, che facilita la pianificazione e la gestione delle trasformazioni di lungo periodo. Tuttavia, la disponibilità di capitali e di adeguate competenze non è di per sé sufficiente a garantire una transizione efficace, se non accompagnata da un contesto regolatorio più favorevole.

I dati empirici analizzati dimostrano una crescente consapevolezza tra i gestori dei fondi riguardo la necessità di conformarsi ai principi ESG e alle (varie) normative europee in materia. Al contempo, anche le PMI mostrano un interesse sempre più marcato a perseguire obiettivi di sostenibilità, percepiti non solo come una necessità ambientale, ma anche come un'opportunità per accrescere la competitività⁴¹.

Tuttavia, restano alcune sfide aperte, tra cui l'assenza di un puntuale quadro regolamentare del *private equity* e del *venture capital* a livello europeo. Questa

⁴⁰ La ricerca ha riguardato essenzialmente il contesto italiano poiché caratterizzato da un tessuto produttivo dominato dalle PMI, che costituiscono il *target* privilegiato di investimento di tali fondi.

⁴¹ In questo senso sembrano orientarsi anche le più recenti indicazioni dell'Unione, si veda, ad esempio, il programma europeo denominato "*A Competitiveness Compass for the EU*", 29 gennaio 2025, promosso all'interno di una comunicazione dalla Commissione europea, consultabile al seguente *link*: https://commission.europa.eu/document/download/10017eb1-4722-4333-add2-e0ed18105a34_en

disomogeneità normativa non solo limita la capacità di attrarre investimenti transnazionali, ma crea dubbi e incertezze nell'applicazione delle regole, aumentando l'incertezza per gli operatori del settore. Un maggiore coordinamento normativo potrebbe non solo incentivare ulteriormente l'adozione di questi strumenti, ma anche contribuire alla realizzazione di un mercato più integrato, favorendo il completamento della *Capital Markets Union*.

Alla luce di quanto emerso, risulta evidente che il ruolo del *private capital* non si limita al semplice apporto di risorse economiche. Esso rappresenta, piuttosto, un agente di trasformazione strutturale in grado di rinnovare il tessuto imprenditoriale, favorendo l'adozione di pratiche innovative e sostenibili. Questo posizionamento strategico, se sostenuto da un quadro normativo più omogeneo e da politiche pubbliche coerenti, potrebbe consolidare il *private equity* e il *venture capital* come attori chiave nella costruzione di un'economia sostenibile e resiliente. Ciò anche in virtù del fatto che proprio la capacità intrinseca di supportare trasformazioni durature delinea il valore strategico dei fondi qui descritti che, pur essendo espressione delle libertà economiche fondamentali sancite nel TFUE (e basilari nella costituzione della Comunità Economica Europea), nel delineato contesto potrebbero realizzare le istanze contemplate nell'art. 37 della Carta di Nizza. Così garantendo, al contempo, il rispetto delle libertà e la tutela dei diritti⁴².

Un ulteriore aspetto da considerare riguarda il ruolo dello Stato e delle istituzioni pubbliche, che possono agire da catalizzatori degli investimenti sostenibili, incentivando modelli di cofinanziamento tra il capitale pubblico e quello privato. L'esperienza della Cassa Depositi e Prestiti Venture Capital Sgr e del fondo "*Green Transition*" dimostra come interventi mirati possano accelerare la diffusione della finanza sostenibile, ma resta ancora molto da fare per creare un ecosistema favorevole

⁴² Per un'ampia e approfondita analisi circa il rapporto tra libertà e diritti fondamentali nell'Unione europea, NAVARRETTA, *Libertà fondamentali dell'U.E. e rapporti tra privati: il bilanciamento di interessi e rimedi civilistici*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, 878 ss.

alla crescita del settore.

In definitiva, il futuro del *private capital* è, almeno in parte, legato alla sua capacità di contribuire agli obiettivi delineati dall'Agenda 2030 e dal *Green Deal* europeo; sebbene, allo stato attuale, sussiste qualche dubbio circa la possibilità che gli ambiziosi risultati di decarbonizzazione ivi descritti possano essere raggiunti nei prossimi cinque anni ed è, dunque, ragionevole supporre che sia necessario almeno un ulteriore lustro.

Ad ogni modo, per trasformare l'attuale "*golden age*" della Finanza Alternativa in un fenomeno strutturale e duraturo, è necessario un cambiamento sistemico che superi le attuali frammentazioni e favorisca il pieno sviluppo del contesto di mercato qui analizzato.

Anna Maria Pancallo

*Ricercatrice di Diritto dell'Economia
nell'Università Politecnica delle Marche*