

# IANUS

Diritto e Finanza



UNIVERSITÀ  
DI SIENA  
1240

Rivista di studi giuridici

<https://www.rivistaianus.it>



ISSN: 1974-9805

n. 27 - giugno 2023

**SOSTENIBILITÀ E INNOVAZIONE:  
COME LA REGOLAMENTAZIONE SULLA  
FINANZA SOSTENIBILE PUÒ SUPPORTARE  
LA CRESCITA DELL'ECONOMIA  
CONTEMPORANEA**

Maria Elena Salerno

## SOSTENIBILITÀ E INNOVAZIONE: COME LA REGOLAMENTAZIONE SULLA FINANZA SOSTENIBILE PUÒ SUPPORTARE LA CRESCITA DELL'ECONOMIA CONTEMPORANEA<sup>°</sup>

**Maria Elena Salerno**

*Professoressa Associata di Diritto dell'economia  
Università degli Studi di Siena*

*Per uscire dalla recessione e favorire una crescita “smart” (trainata dall’innovazione, di lungo periodo), inclusiva (con meno disuguaglianza) e sostenibile (da un punto di vista ambientale e sociale), occorre incrementare lo sforzo dei sistemi finanziari nell’investimento in progetti industriali innovativi a contenuto tecnologico. La natura di “beni intangibili” di tali progetti, tuttavia, ostacola l’apporto di risorse finanziarie per la loro realizzazione, con conseguente impatto negativo sulla crescita della produttività. Si pone, pertanto, la necessità di indurre e/o incentivare il mondo della finanza a sostenere il mondo delle idee, ergo dell’innovazione; cosa che implica uno sforzo e un’azione congiunta, collaborativa e convergente dello Stato, degli operatori del mercato e delle Autorità di regolazione e vigilanza. In tale prospettiva, nel presente contributo dapprima si evidenziano i fattori che ostacolano gli investimenti in settori ad elevata intensità di intangibili e le misure di policy che potrebbero essere adottate per rimuovere tali ostacoli ed incentivare l’apporto di risorse finanziarie all’innovazione. Successivamente, l’indagine si concentra sulla governance dei finanziamenti, pubblici o privati, destinati agli intangibili. Ed è qui che entra in gioco il principio di sostenibilità, come declinato nella regolamentazione in materia di finanza sostenibile, nel ruolo di possibile parametro di riferimento per lo sviluppo di modelli di governance diretti ad indirizzare, gestire e controllare tali finanziamenti in modo efficace ed efficiente; là dove l’efficacia e l’efficienza si misura in termini sia di idoneità a prevenire ed evitare le distorsioni nell’uso delle risorse erogate e a superare i problemi di azzardo morale derivanti dalla presenza di garanzie statali, sia di adeguatezza ad orientare i processi decisionali degli investitori/operatori pubblici e privati e a monitorare la concreta realizzazione dei progetti innovativi finanziati.*

*In order to emerge from the recession and foster a smart (innovation-driven, long-term), inclusive (with less inequality) and sustainable (both environmentally and socially) growth, the effort of financial systems in investing in innovative industrial projects with technological content must be boosted. The “intangible” nature of such projects, however, hampers the provision of financial resources for their realisation, which has a negative impact on productivity growth. The need therefore arises to induce and/or incentivise the world of finance to support the world of ideas and innovation, which implies a joint, collaborative, and convergent effort and action by the state, market operators and regulatory and supervisory authorities. With this in mind, this paper first highlights the factors hindering investment in intangible-intensive sectors and the policy measures that could be adopted to remove these obstacles and to stimulate the provision of financial resources to innovation. Next, the investigation focuses on the governance of funding, public or private, for intangibles. And this is where the principle of sustainability, as declined in the regulation on sustainable finance, comes into play in the role of a possible benchmark for the development of governance models aimed at directing, managing and controlling such funding effectively and efficiently, where efficiency and effectiveness are measured in terms of both suitability to prevent and avoid distortions in the use of the resources provided and to overcome moral hazard problems arising from the presence of state guarantees, and suitability to guide the decision-making processes of public and private investors/operators and to monitor the actual implementation of the innovative projects financed.*

---

<sup>°</sup> Saggio sottoposto a *double-blind peer review*.

**Sommario:**

1. Premessa
2. Le fonti di finanziamento degli intangibili
  - 2.1. Il canale pubblico
  - 2.2. Il canale creditizio
  - 2.3. Il canale mobiliare
3. Potenziali strumenti di *governance* dei finanziamenti (pubblici e privati) agli *intangibles*

## 1. Premessa

Per uscire dalla recessione e favorire, per dirla “a la Mazzucato”<sup>1</sup>, «una crescita smart (trainata dall’innovazione, di lungo periodo), inclusiva (con meno disuguaglianza) e sostenibile (da un punto di vista ambientale e sociale)», occorre incrementare lo sforzo dei sistemi finanziari dei vari paesi nell’investimento in progetti industriali innovativi. La natura di “beni intangibili” di tali progetti ostacola, per una serie di ragioni che tra breve evidenzieremo, l’apporto di risorse finanziarie per la relativa realizzazione, con conseguente impatto negativo sulla crescita della produttività. Si pone, pertanto, la necessità di indurre e incentivare il mondo della finanza a sostenere il mondo delle idee, *ergo* dell’innovazione; cosa che implica un impegno e un’azione congiunta, collaborativa e convergente dello Stato, degli operatori del mercato e delle Autorità di regolazione e vigilanza.

Quanto appena detto trova conferma nel *framework* analitico, sviluppato dall’OECD tra il 2019 e il 2021, che collega finanza, *assets* intangibili e produttività per testare che i benefici aggregati di produttività derivanti dall’allentamento dei vincoli al finanziamento sono potenzialmente maggiori nei settori ad elevata intensità di intangibili rispetto agli altri settori dell’economia.

Nello specifico, dalle due indagini empiriche, condotte l’una a livello di settore e l’altra a livello di impresa e riportate in due *papers* del 2019 e del 2020<sup>2</sup>, emerge che lo scarso finanziamento delle imprese ad alta intensità di intangibili incide negativamente sulla crescita della produttività di un paese. La terza analisi<sup>3</sup> di nostro interesse risale al 2021 ed è diretta al G20, al tempo sotto la presidenza italiana. In tale sede, lo studio dell’OECD sottolinea il ruolo complementare e pilota che gli *assets* intangibili possono avere nella transizione digitale necessaria al perseguimento degli obiettivi inclusi nell’agenda dei *leader* mondiali (*i.e.* fronteggiare il cambiamento climatico, promuovere l’innovazione e superare la povertà e le disuguaglianze) e, conseguentemente, individua alcune misure di *policy*, successivamente integrate da un ulteriore lavoro<sup>4</sup>, dirette a rimuovere gli attriti finanziari alla realizzazione delle idee innovative, in particolare a contenuto tecnologico e digitale.

In proposito, nell’ambito dei paesi del G20, l’analisi dell’OECD del 2021 evidenzia due dati di fatto che caratterizzano le modalità di finanziamento delle imprese ad elevata intensità di intangibili. Il primo è rappresentato dal limitato

---

<sup>1</sup> MAZZUCATO, *Il valore di tutto. Chi lo produce e chi lo sottrae nell’economia globale*, Editori Laterza, Bari-Roma, 2018, 11; ID., *Lo Stato innovatore*, Bari-Roma, 2020, XXVI.

<sup>2</sup> DEMMOU *et al.*, *Productivity growth and finance: The role of intangible assets - A sector level analysis*, OECD Economics Department Working Papers, n. 1547, 2019; DEMMOU *et al.*, *Productivity and finance: the intangible assets channel - a firm level analysis*, OECD Economics Department Working Papers, n. 1596, 2020.

<sup>3</sup> OECD, *Bridging the Gap in the Financing of Intangibles to Support Productivity: Background paper*, 2021, OECD Publishing, Paris. Sul punto cfr. anche l’analisi di SEGOL *et al.*, *The impact of bank loan terms on intangible investment in Europe*, in *EIB Working Papers*, n. 2021/05.

<sup>4</sup> DEMMOU - FRANCO, *Mind the financing gap: Enhancing the contribution of intangible assets to productivity*, OECD Economics Department Working Papers, n. 1681, 2021.

finanziamento dei beni intangibili dovuto alle loro caratteristiche intrinseche – incertezza dei rendimenti, assenza di competizione, ampie sinergie, riutilizzo limitato –, che tendono ad aumentare le asimmetrie informative e a rendere difficile il loro uso come collaterali<sup>5</sup>. Il secondo si sostanzia nella dipendenza delle imprese per il finanziamento di queste attività dagli strumenti di *venture capital* e *private equity* nonché dall'autofinanziamento piuttosto che dalle tradizionali fonti di capitale di debito e di rischio (provenienti da banche e azionisti)<sup>6</sup>. La situazione di *financing gap* derivante dai suddetti elementi si è ulteriormente aggravata per le frizioni finanziarie causate, prima, dalla crisi finanziaria del 2007-2008<sup>7</sup> e, successivamente, dalla crisi pandemica del 2020, in particolare in ragione dell'esaurimento delle riserve di liquidità e di capitale proprio a cui le imprese hanno dovuto attingere per far fronte alla riduzione delle vendite<sup>8</sup>. Dato il più basso valore di vendita degli intangibili, la situazione descritta potrebbe portare all'uscita prematura dal mercato di imprese innovative potenzialmente redditizie; e ciò non ostante si possa presumere che i settori caratterizzati da alta intensità di intangibili, grazie alla diversa e maggiore abilità di fare affidamento su tecnologie innovative e modalità di lavoro online nonché sull'utilizzo di fondi interni, siano posizionati meglio per superare la crisi rispetto a quelli tradizionali, a riprova che il capitale intangibile aumenta la resilienza delle imprese<sup>9</sup>.

Dalle analisi sinteticamente riportate emerge la necessità di predisporre possibili misure volte ad incentivare il finanziamento delle industrie ad elevata intensità di *asset* intangibili. A tal fine, individuiamo nella nozione di “beni intangibili”<sup>10</sup> due macro-categorie: *i*) i beni intangibili che hanno rilevanza solamente all'interno dell'impresa che li produce (portati all'esterno essi non hanno alcun valore), per esempio database, *skills* manageriali, reti organizzative e

---

<sup>5</sup> In proposito la dottrina parla di «*tiranny of collateral*». Cfr., tra gli altri, CECCHETTI - SCHOENHOLTZ, *Financing Intangible Capital*, in *Money, Banking and Financial Market*, February 5, 2018, all'indirizzo <https://tinyurl.com/25fmejd3>. Sulle difficoltà che le imprese in crescita incontrano nel reperire finanziamenti per gli intangibili, cfr. anche MANIGART *et al.*, *Financing intangibles: is there a market failure?*, European Commission, Directorate-General for Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs, Publications Office, 2020.

<sup>6</sup> Cfr. OECD, *Bridging the Gap in the Financing of Intangibles to Support Productivity: Background paper*, 5 e 11. Sul punto cfr. anche MANIGART *et al.*, *Financing intangibles: is there a market failure?*, Ghent University - European Commission, Bruxelles, 2020, 12 ss. In dottrina, cfr. AIELLO *et al.*, *How firms finance innovation. Further empirics from European SMEs*, in *Metroeconomica*, n. 71, 2020, 689 ss.

<sup>7</sup> Cfr. HASKEL - WESTLAKE, *Restarting the Future: How to Fix the Intangible Economy*, Princeton, 2022, 154 s. Sul punto cfr. anche PAGANO - ROSSI, *The crash of the knowledge economy*, in *Camb. J. Econ.*, n. 33, 2009, 665 ss.

<sup>8</sup> Sul punto cfr. anche MANIGART *et al.*, *Financing intangibles*, 4.

<sup>9</sup> Cfr. DEMMOU - FRANCO, *Mind the financing gap*, 19 ss.

<sup>10</sup> La nozione di “bene intangibile” è estremamente ampia, ricomprendendo tutti gli *assets* privi di sostanza fisica ai quali è difficile attribuire un valore per l'assenza di un mercato, ossia di un numero sufficiente di operazioni negoziali atte a determinarne un prezzo indicativo appunto del suo valore. Cfr. GRANIERI, *Valutazione “qualitativa” della proprietà industriale, rating dei titoli brevettuali e stima del rischio nelle operazioni di finanziamento*, in *Giur. comm.*, 2012, I, 510 ss.

di distribuzione, fiducia tra compratori e fornitori, relazioni tra finanziati e finanziatori, efficacia organizzativa, relazione dipendente-impresa; ii) i beni intangibili che possono avere rilevanza esterna all'impresa che li produce, ossia beni a rilevanza sociale, in particolare *R&D*, brevetti, *copyright e software*<sup>11</sup>. Le modalità di finanziamento e i problemi a queste connessi sono diversi nei due casi: nel primo, l'impresa normalmente ricorre all'autofinanziamento e, quindi, si pone il problema di creare un contesto finanziario che incoraggi la stessa ad utilizzare gli utili a tal fine anziché distribuirli; nel secondo, l'impresa dovrebbe poter fare affidamento sul finanziamento esterno e il problema che si pone è quello di indurre e/o incentivare la finanza a sostenere progetti innovativi, cosa che richiede un congiunto e complementare intervento pubblico (dello Stato e delle Autorità di regolazione e vigilanza) e privato (degli operatori del mercato).

Per far fronte alle difficoltà evidenziate, occorre tener presente che il finanziamento/investimento in idee innovative richiede l'apporto di "capitale paziente", non ancorato cioè ai profitti di breve termine. Tale tipologia di finanziamento può derivare da tre principali fonti esterne all'impresa: il finanziamento statale, il finanziamento bancario e il finanziamento azionario. Di là dalla prevalenza dell'una o dell'altra a seconda delle caratteristiche istituzionali, imprenditoriali e finanziarie di ciascun paese<sup>12</sup>, siamo persuasi che, per supportare l'innovazione necessaria alla crescita dell'economia, sia necessario il contributo di tutte nell'ottica della complementarità, attraverso lo sviluppo di un modello di finanziamento capace di superare la dicotomia tra Stato e mercato.

In tale prospettiva, il lavoro si articola come segue. Dapprima si dà conto dei principali risultati che la letteratura esistente e, segnatamente, le analisi condotte in seno all'OECD evidenziano per ciascuna di queste tre fonti di finanziamento, sia in termini di fattori che ostacolano gli investimenti in settori ad elevata intensità di intangibili sia in termini di misure di *policy* che potrebbero essere adottate per rimuovere tali frizioni e incentivare il finanziamento dell'innovazione. Successivamente e sulla base di tali indagini e indicazioni, l'analisi si incentra sugli strumenti regolatori che, *de iure condito*, potrebbero essere presi a riferimento per la predisposizione di modelli di *governance* diretti ad indirizzare, gestire e controllare tali finanziamenti in modo efficace ed efficiente; là dove l'efficacia e l'efficienza si misura in termini sia di idoneità a prevenire ed evitare le distorsioni nell'uso delle risorse erogate e a superare i problemi di azzardo morale derivanti dalla presenza di garanzie statali, sia di adeguatezza ad orientare i

---

<sup>11</sup> Per la classificazione del capitale intangibile in tre categorie (*computerized information, innovative property, economic competencies*) usata dall'OECD, cfr. CORRADO *et al.*, *Intangible Investment in the EU and US before and since the Great Recession and its Contribution to Productivity Growth*, EIB Working Papers, n. 2016/08. Sul punto, cfr. anche MORO VISCONTI, *Nuovi intangibili e bancabilità dell'innovazione digitale*, in *Bancaria*, 2018, 62 ss., in part. 63. Per l'inquadramento giuridico dei beni immateriali cfr., tra gli ultimi, BATTELLI, *Epistemologia dei beni immateriali: inquadramento sistematico e spunti critici*, in *Giust. civ.*, 2022, 49 ss.; GUALDANI, *I beni culturali immateriali: una categoria in cerca di autonomia*, in *Aedon*, 2019, 83 ss.

<sup>12</sup> DEMMOU *et al.*, *Productivity growth and finance*, 6.

processi decisionali degli investitori/operatori pubblici e privati e a monitorare la concreta realizzazione dei progetti innovativi finanziati.

## 2. Le fonti di finanziamento degli intangibili

### 2.1. Il canale pubblico

Con riguardo al sostegno finanziario all'innovazione da parte dei Governi, ben nota è la posizione dell'economista Mariana MAZZUCATO che ritiene questa modalità di finanziamento la soluzione preferibile al problema della carenza di provvista di capitale paziente, sia perché lo Stato non è ancorato all'idea di un profitto di breve termine sia perché nel caso di molte innovazioni lo Stato è l'unico soggetto che può assumersi il rischio di investire<sup>13</sup>. Prova ne è il fatto che le più grandi rivoluzioni tecnologiche, che hanno cambiato l'economia ed hanno creato crescita per anni, hanno avuto uno Stato "interventista" dietro che ha fatto molto più che "aggiustare i fallimenti" o investire nelle condizioni di base (educazione, ricerca, infrastrutture). La MAZZUCATO propone di recuperare le risorse per effettuare investimenti di questa entità con la tassazione. Secondo l'economista, le tasse non andrebbero abbassate ma rimodulate e rese più eque per favorire il lavoro e gli investimenti in capitale umano (in formazione), necessari per ridurre le diseguaglianze e fornire alle imprese quelle competenze che sono fondamentali per la loro competitività<sup>14</sup>.

L'idea della MAZZUCATO di affidare allo Stato, in senso lato, o, più in generale, alle Amministrazioni Pubbliche e alla collaborazione pubblico-privato, il ruolo proattivo di investitori nella promozione di una crescita trainata dall'innovazione, inclusiva e sostenibile, pone non poche perplessità in merito all'idoneità ad affrontare le sfide del nostro tempo e, soprattutto, alla praticabilità in paesi, come il nostro, sovraindebitati, non particolarmente dotati di una visione politica di lungo periodo e con un sistema fiscale particolarmente oneroso; per non parlare delle critiche che il modello di sostegno statale interventista all'innovazione suscita in ragione dei problemi di efficienza dovuti sia alla lentezza e alla insufficiente reattività delle organizzazioni pubbliche nel rispondere alle sfide di un contesto economico fortemente dinamico, come quello di oggi, sia alla scarsa flessibilità della burocrazia statale.

Certo è che i Governi normalmente finanziano una parte degli intangibili (ricerca e sviluppo, *education* e *training*) per sostenere l'innovazione sia direttamente, garantendo l'impresa o i prestiti bancari oppure erogando prestiti e sovvenzioni a *start-up*, sia indirettamente, attraverso incentivi fiscali. In proposito si riscontrano due problemi rilevanti. Si evidenzia, da un lato, che le sovvenzioni pubbliche vanno in prevalenza a beneficio delle imprese di grandi dimensioni e, dall'altro, che le

---

<sup>13</sup> V. *supra*, nt. 1.

<sup>14</sup> MAZZUCATO, *Lo Stato innovatore*, 92 ss.

stesse non coprono tutte le attività intangibili, in particolare quelle che non producono esternalità positive. Il sistema di sovvenzioni statali agli intangibili dovrebbe, quindi, essere rimodulato in modo da supportare le giovani PMI innovative e ad alta intensità di intangibili (che avendo bassi profitti non godono appunto degli incentivi fiscali e/o non hanno fonti alternative di finanziamento) e da ampliare la gamma dei beni intangibili da finanziare. Questo cambiamento di prospettiva aiuterebbe soprattutto le imprese nella fase iniziale della loro vita, supportandole nell'analisi di fattibilità dei loro progetti innovativi, nella commercializzazione e nell'accesso ai servizi di consulenza, nella formazione di imprenditori che potrebbero non avere mercato, nella promozione di momenti di collaborazione tra imprese che, attesa la complementarità tra i vari tipi di *assets* intangibili, consentirebbe di mutualizzare gli elevati costi fissi iniziali e di beneficiare di *spillover* di conoscenza<sup>15</sup>.

La necessità di modificare le modalità di finanziamento dello Stato a favore delle imprese ad elevata intensità di intangibili si avverte particolarmente in paesi, come l'Italia, laddove l'intervento pubblico a tal fine è necessario a causa dell'ancora limitato finanziamento diretto a medio e lungo termine delle imprese sul mercato dei capitali, attraverso l'emissione di obbligazioni o il ricorso ad operazioni di cartolarizzazione. E anche con riferimento all'accesso alle fonti di finanziamento private, i Governi e/o le Autorità pubbliche sono chiamati ad intervenire indirettamente per creare le condizioni volte ad incentivare il finanziamento da parte delle banche e degli investitori in *equity* delle attività intangibili, soprattutto di quelle che non producono esternalità positive.

## 2.2. Il canale creditizio

Con riferimento al finanziamento bancario, i vincoli patrimoniali a cui sono assoggettate le banche con riguardo agli intangibili e la richiesta da parte di queste di attività tangibili, fisiche o finanziarie, a garanzia dei prestiti erogati, complicano l'erogazione di risorse finanziarie ad industrie innovative attraverso capitale di debito e determinano la crescente dipendenza di queste ultime dall'uso di *shadow credit*<sup>16</sup>. Come anticipato, normalmente la partecipazione degli intermediari creditizi al finanziamento delle idee innovative avviene grazie a misure di intervento statale, sia in termini di sostegno finanziario diretto, sia in termini di agevolazioni per l'accesso al credito, sia in termini di concessioni di garanzie direttamente sui prestiti bancari alle imprese oppure per le cartolarizzazioni di

---

<sup>15</sup> Cfr. OECD, *Bridging the Gap*, 15.

<sup>16</sup> Cfr. LEE - PALUSZYNSKY, *Intangible Capital and Shadow Financing*, University of Houston, November 6, 2022, disponibile all'indirizzo <https://uh.edu/~rpaluszy/intangible.pdf>. Gli Aa. elaborano un modello basato su imprese eterogenee e due fonti di finanziamento: quello bancario ombra e quello bancario tradizionale assistito da vincoli di garanzia. La richiesta di più elevati collaterali induce le imprese al crescente ricorso al credito ombra. Il risultato della loro analisi è che la soppressione della crescita del finanziamento ombra comporta notevoli costi di efficienza.

prestiti concessi dalle banche alle imprese. Perché gli istituti di credito supportino in maniera significativa l'innovazione attraverso un maggiore coinvolgimento nel comparto degli intangibili si dovrebbe agire su più fronti.

Il primo concerne l'adozione di misure dirette ad incentivare gli intermediari bancari ad accettare come collaterali anche le attività intangibili. Come emerge dallo studio dell'OECD di riferimento per la nostra analisi<sup>17</sup>, al momento le banche prendono a pegno le attività protette da diritti di proprietà intellettuale (brevetti marchi, diritti d'autore e diritti di *design*) oppure i flussi di cassa derivanti dalla vendita di licenze o *royalties* (diritti d'autore) da parte delle imprese innovative e, anche in questo caso, le piccole e medie imprese per una serie di ragioni (*e.g.* minore capitale reputazionale, difficoltà e costi nell'ottenimento dei brevetti a protezione del progetto) hanno minori opportunità di finanziamento rispetto a quelle grandi. Pertanto, per promuovere l'erogazione di prestiti garantiti da diritti di proprietà intellettuale soprattutto alle aziende di piccole e medie dimensioni, l'OECD propone una serie azioni di *policy*. Innanzitutto, accanto alla presenza di specifiche garanzie statali, si suggerisce il coinvolgimento, nel sistema di sussidi erogati, di istituzioni europee come la Banca europea per gli investimenti o il Fondo europeo degli investimenti. La presenza di queste garanzie esterne di natura pubblica supplirebbe in particolare alla mancanza di garanzie tangibili che caratterizza la fase iniziale del ciclo di vita di un'impresa innovativa. In secondo luogo, ai fini del superamento dei vincoli creati alle banche da Basilea III per il finanziamento degli intangibili, si propone l'adozione di un *framework* regolativo che disciplini il potenziale trasferimento del rischio dei prestiti garantiti dai diritti di proprietà intellettuale alle compagnie di assicurazione, la cui disciplina (Solvency II) è meno stringente rispetto a quella bancaria in quanto l'assicurazione e la gestione dei rischi connessi ad eventi di natura aleatoria rientra *naturaliter* nell'attività peculiare di tale tipologia di intermediari. O ancora si potrebbe pensare al rafforzamento, in termini di liquidità e trasparenza, del mercato secondario dei brevetti che, stando alle prove disponibili<sup>18</sup>, determinerebbe un aumento dell'indebitamento (finanziamento) delle imprese<sup>19</sup>. Per incrementare l'affidabilità di tali mercati e ridurre l'incertezza della liquidabilità del bene intangibile finanziato ad un valore appropriato nel caso di fallimento dell'impresa, l'OECD suggerisce l'adozione di misure volte ad accrescere la qualità dei brevetti e la *disclosure* della conoscenza, a creare infrastrutture IP (*Intellectual Property*) e fondi sovrani per i brevetti, a rimuovere le differenze tra legislazioni e strumenti di *enforcement* nazionali in materia di diritti di proprietà intellettuale. Infine, altri momenti di potenziale intervento per promuovere il finanziamento bancario degli intangibili riguardano, da un lato, la

---

<sup>17</sup> OECD, *Bridging the Gap*, 25.

<sup>18</sup> *Ivi*, 27.

<sup>19</sup> Sullo sviluppo del mercato secondario dei beni immateriali come strumento idoneo a superare gli attriti finanziari che caratterizzano tali beni attraverso un ampliamento della loro commercializzazione, cfr. l'analisi di WANG, *Intangible Asset Reallocation and Financial Frictions*, September 1, 2018, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3284125>.

fase dell'insolvenza, con riferimento alla quale si prospetta una rimodulazione delle relative procedure che tenga conto delle caratteristiche degli intangibili attraverso la previsione di strumenti idonei a consentire una rapida e non penalizzata liquidazione del credito (per esempio accordi con l'impresa per la riallocazione in altre imprese dei progetti e del capitale umano finanziati), e, dall'altro, le ipotesi di contenzioso, in relazione alle quali, atteso che il ricorso ai meccanismi giudiziali di risoluzione delle controversie legate agli intangibili potrebbe rivelarsi estremamente costoso per le piccole e medie imprese, lo sviluppo di procedure extra giudiziali informali, meno complesse sotto l'aspetto procedurale e più veloci nell'assunzione delle decisioni, potrebbe produrre effetti positivi.

Il secondo fronte su cui agire per aumentare i prestiti bancari a favore di imprese innovative è quello delle asimmetrie informative tra banche ed aziende ad elevata intensità di intangibili. L'evidenza empirica<sup>20</sup> mostra che quanto più è elevata e approfondita la conoscenza da parte degli intermediari bancari della storia creditizia di un'impresa tanto più ampie sono le posizioni creditorie dei primi verso la seconda, con un impatto positivo sulla produttività, che si riflette soprattutto sui settori ad alta intensità di intangibili. In assenza di una storia creditizia tra la banca e l'impresa, le fonti di informazioni per la valutazione del merito creditizio di una società sono i bilanci e le relazioni finanziarie. Come è noto, gli intangibili che hanno rilevanza solo interna non compaiono in bilancio, mentre per le altre tipologie di intangibili non c'è convergenza sui metodi di valutazione. Pertanto, gli attuali strumenti informativi non sono consoni a fornire dati sugli *assets* intangibili. Per superare il *gap* informativo che deriva da tale situazione e, dunque, indurre le banche ad erogare prestiti ad imprese caratterizzate da elevata intensità di intangibili, bisognerebbe, da una parte, sviluppare e garantire la convergenza su *standards* contabili di valutazione e misurazione del valore degli intangibili e, dall'altra, rafforzare l'informativa in modo che questa fornisca descrizioni di *assets* intangibili qualitative ma standardizzate<sup>21</sup>. Al momento, infatti, il *System of National Accounts* (SNA) prevede solo *standards* di misurazione dei "Prodotti di Proprietà Intellettuale" (IPP), che includono *computer, software e database, R&D, prospezioni minerarie e originali artistici e null'altro*<sup>22</sup>. Di conseguenza, oltre alla necessità di metodi di misurazione standardizzati di questi beni, sarebbero opportune riforme a livello europeo che rendano le relative informazioni disponibili a tutti e a costi accessibili in modo da stimolare la creazione di un vero mercato delle analisi finanziarie facilmente fruibile. Si potrebbe pensare, per esempio, alla creazione di un *database* UE che raccolga informazioni sul merito creditizio e sulla *performance* delle imprese, o ancora alla richiesta rivolta alle agenzie di *rating*, anche per

---

<sup>20</sup> Cfr. OECD, *Bridging the Gap*, 29.

<sup>21</sup> Sull'argomento cfr., tra gli altri, PROTO - VEDOVATO, *PMI, asset intangibili e rapporti con le banche*, in *Bancaria*, 2016, 74 ss.

<sup>22</sup> Per approfondimenti sul tema cfr. MORO VISCONTI, *I beni immateriali: valutazione e merito creditizio*, Roma, 2018.

incoraggiare lo sviluppo dei mercati dei capitali e l'interesse degli investitori istituzionali, di dare maggiore trasparenza alle proprie valutazioni delle imprese e dei progetti, atteso che attualmente per conoscere il *rating* di controparti private è necessario sottoscrivere un abbonamento con tali agenzie<sup>23</sup>.

Infine, l'incremento del capitale di debito per le società caratterizzate da elevata intensità di intangibili potrebbe derivare da una diversificazione delle fonti di finanziamento alle stesse che renda "bancabili" i progetti innovativi attraverso l'uso di schemi di *securitisation* o di strumenti come *covered bonds* o anche l'ingresso delle banche nelle reti di "*peer-to peer lending*"; strumenti questi che contribuirebbero essi stessi allo sviluppo del mercato dei capitali con effetti positivi sulla capacità delle imprese di reperimento diretto di risorse finanziarie per intangibili.

### 2.3. Il canale mobiliare

Ed è proprio il mercato dei capitali che, a parere di molti (economisti<sup>24</sup> e istituzioni<sup>25</sup>), potrebbe fornire alle imprese le soluzioni più consone al finanziamento di beni intangibili attraverso la raccolta non tanto di capitale di debito quanto di capitale rischio<sup>26</sup>. Pur nella consapevolezza che al momento la sostituibilità tra credito e altre forme di finanziamento nell'area euro è nettamente inferiore a quella che caratterizza economie quali gli Stati Uniti e il Regno Unito, si ritiene che soprattutto le imprese *start-up* e ad alta intensità di intangibili, nelle prime fasi del loro ciclo di vita, possano reperire le risorse finanziarie per investimenti intangibili (con o senza esternalità positive) più facilmente sul mercato dei capitali (rispetto al canale bancario), grazie al coinvolgimento di intermediari e investitori potenzialmente provvisti di "capitale paziente". Trattasi innanzitutto degli investitori istituzionali, in particolare OICR chiusi,

---

<sup>23</sup> Cfr. GROS-PIETRO, *L'economia italiana e il ruolo della finanza: punti di forza e punti di debolezza*, in G. MORBIDELLI (a cura di), *Il modello italiano di intermediazione finanziaria: specificità, eredità e futuro*, Cesifin online, Firenze, 2016, 19 ss., in part. 33.

<sup>24</sup> Cfr., anche per riferimenti bibliografici, HASKEL - WESTLAKE, *Restarting the Future*, 148. Sull'importanza del reperimento di risorse finanziarie direttamente sul mercato per il finanziamento degli intangibili cfr. anche l'analisi empirica di BECCARI *et al.*, *Alternative financing and investment in intangibles: evidence from Italian firms*, in *Mo.Fi.R. Working Papers*, 174/2022. Gli Aa. utilizzano la riforma italiana del 2012, che ha introdotto i *minibonds* come strumento finanziario specifico progettato per le PMI, per dimostrare che una finanza basata sul mercato promuova gli investimenti in intangibili soprattutto da parte delle PMI per cui è più difficile l'accesso al finanziamento bancario.

<sup>25</sup> Cfr. OECD, *Bridging the Gap*, 19.

<sup>26</sup> In proposito, cfr. l'analisi di PAGANO, *Finance, Intangibles and The Privatization of Knowledge*, in *Quaderni DEPS*, n. 779, Aprile 2018, disponibile all'indirizzo <https://tinyurl.com/yhjm49xn>, che sottolinea l'esistenza di una correlazione reciproca diretta tra la finanziarizzazione dell'economia trainata dalla *securitization* e dall'*equity finance* (rispetto al tradizionale *banking*) e la crescita (abnorme) degli intangibili, in particolare degli *asset* legati alla privatizzazione della conoscenza (diritti di proprietà intellettuale).

assicurazioni e fondi pensione (che hanno a disposizione il TFR dei lavoratori, come ci insegna l'esperienza USA), oltre alle imprese di *venture capital* e di *private equity*, ma anche di grandi azionisti privati<sup>27</sup>. In sostanza, tutti quelli indicati sono operatori che, grazie alla diponibilità di risorse pazienti e ad una visione di lungo periodo, indotta anche da un più attivo intervento nella gestione e soprattutto nel monitoraggio dell'impresa finanziata, alla distribuzione degli utili da parte dei *managers* preferiscono l'impiego di tali utili nell'azienda per supportare la realizzazione di "idee" nella prospettiva di un aumento del valore nel lungo periodo dell'impresa e, quindi, della propria partecipazione. Senza contare che i fondi, avendo interessenze in tutta l'industria, non avrebbero problemi a finanziare progetti di cui potrebbero avvantaggiarsi altre imprese. Per alcuni settori, come l'energia, si potrebbe pensare anche all'intervento dei governi nell'ambito del mercato dei capitali attraverso lo strumento dei fondi sovrani.

Perché ciò accada servono riforme destinate ad allineare i mercati finanziari ai bisogni dell'economia dell'innovazione, mettendo a punto le condizioni che, da un lato, favoriscano lo sviluppo del mercato azionario nei paesi in cui questo è ancora sottodimensionato e, dall'altro, assicurino che tale sviluppo proceda nella direzione del supporto alla raccolta di capitale paziente e coinvolto, al fine di superare i problemi derivanti dall'eccessivo orientamento a breve termine (*short termism*) di cui i mercati finanziari sono spesso accusati<sup>28</sup>. Evidenze empiriche<sup>29</sup> mostrano che l'aumento della produttività delle imprese derivante dallo sviluppo del mercato azionario è maggiore nei settori ad elevata intensità di intangibili. Atteso che un ostacolo allo sviluppo del mercato azionario in molti paesi del G20 è rappresentato dalla presenza di un sistema fiscale favorevole (in ragione della deducibilità degli interessi) al finanziamento tramite capitale di debito rispetto al finanziamento azionario<sup>30</sup>, la distorsione fiscale che ne deriva andrebbe rimossa incidendo la stessa sulle scelte di finanziamento delle imprese. Nella medesima prospettiva dovrebbero essere fronteggiate altre cause dell'esistenza di mercati azionari sottosviluppati, quali: i bassi livelli di volume di negoziazione e di liquidità, la scarsa alfabetizzazione finanziaria e, con riferimento ai paesi europei, la persistente segmentazione nazionale dei mercati che i progressi nell'attuazione dell'agenda alla base della costruzione della *Capital Market Union* dovrebbero contribuire a superare.

Al di là della rimozione degli elementi alla base dello scarso sviluppo del mercato dei capitali, per il finanziamento dei beni intangibili bisognerebbe adottare misure che agiscano sul potenziale degli investitori a lungo termine e che facilitino l'accesso al mercato azionario delle piccole e medie imprese. Le caratteristiche degli

---

<sup>27</sup> Cfr. AGHION *et al.*, *Innovation and Institutional Ownership*, in *Am. Econ. Rev.*, n. 103, 2013, 277 ss.

<sup>28</sup> Per es. i *manager* tagliano i costi in ricerca e sviluppo per aumentare i profitti a vantaggio degli azionisti o proprio nel momento di maturazione dei diritti di opzione oppure i costi di formazione di personale specializzato di cui potrebbero avvantaggiarsi altre imprese. Cfr. HASKEL - WESTLAKE, *Restarting the Future*, 161 s.

<sup>29</sup> Cfr. DEMMOU *et al.*, *Productivity growth and finance*.

<sup>30</sup> Cfr. HASKEL - S. WESTLAKE, *Restarting the Future*, 150.

*assets* intangibili richiedono l'interesse di investitori che abbiano le capacità di utilizzare risorse per raccogliere informazioni sulle imprese, distribuire il rischio su un portafoglio diversificato e investire pazientemente nelle imprese più promettenti. Questi elementi caratterizzano gli investitori istituzionali, in particolare i fondi pensione e assicurativi, a differenza degli *hedge fund* che sono più orientati al breve e a guadagni immediati sulla propria partecipazione<sup>31</sup>. Le misure di *policy* suggerite dall'OECD per incrementare l'interesse di questi operatori al finanziamento dei beni intangibili vanno dall'intervento su normative che limitano la capacità di investimento azionario da parte dei fondi e delle assicurazioni alla revisione delle regole contabili e informative concernenti l'indicazione delle attività intangibili in bilancio per l'assunzione di decisioni di investimento informate, all'adozione di un trattamento fiscale favorevole per le plusvalenze derivanti da investimenti a lungo termine, al riconoscimento di più diritti di voto agli azionisti che detengono azioni per un periodo relativamente più lungo o attivamente coinvolti nella *governance* della società finanziata. Dal lato degli emittenti, bisognerebbe ridurre gli oneri e i costi amministrativi di accesso al mercato (il regolamento europeo semplificato sul prospetto di quotazione delle piccole e medie imprese si pone proprio in questa direzione).

Sempre sul mercato dei capitali un ruolo fondamentale per il finanziamento delle giovani imprese innovative potrebbe svolgere il *venture capital* per le sue caratteristiche, ossia l'erogazione di risorse per fasi, che consente all'investitore di seguire da vicino e aggiornare le proprie informazioni sulle potenzialità del progetto, e l'intensa attività di controllo, che consente di selezionare le imprese connotate da un maggiore potenziale di crescita; senza contare i segnali positivi che tale finanziamento lancerebbe agli altri investitori<sup>32</sup>. Non ostante ciò tale tipologia di investitore come potenziale finanziatore delle imprese ad alta intensità di intangibili stenta a decollare nella maggior parte dei paesi<sup>33</sup>. Questo problema è stato affrontato in alcune nazioni (Cina, Corea, Singapore, Malesia, Giappone e Francia) con l'intervento indiretto del governo nel settore del *venture capital*; intervento che ha dato vita ad esempi di collaborazione virtuosa tra pubblico e privato nelle forme di finanziamenti pubblici gestiti da società di *venture capital* altamente specializzate per settori specifici e con un'elevata conoscenza del mercato; apporto di garanzie e sovvenzioni pubbliche; misure fiscali incentivanti<sup>34</sup>.

Effetti positivi analoghi sul sostegno finanziario alle industrie innovative soprattutto nella loro fase iniziale potrebbe, infine, avere lo strumento del *crowdfunding*, in termini non solo di copertura delle esigenze di finanziamento immediate ma di segnali al mercato della bontà dell'investimento e di aumento delle informazioni.

---

<sup>31</sup> *Ivi*, 159.

<sup>32</sup> Cfr. HASKEL - S. WESTLAKE, *Restarting the Future*, 171-173. Sul punto cfr. anche DEMMOU - FRANCO, *Mind the financing gap*, 31 s.

<sup>33</sup> Cfr. OECD, *Bridging the Gap in the Financing of Intangibles to Support Productivity: Background paper*, 23; DEMMOU - FRANCO, *Mind the financing gap*, 27.

<sup>34</sup> Cfr. MANIGART *et al.*, *Financing intangibles*, 13 ss.

### 3. Potenziali strumenti di *governance* dei finanziamenti (pubblici e privati) agli *intangibles*

A fronte delle *policy* di riforma proposte dirette ad orientare e promuovere i finanziamenti statali, di capitale di debito e di capitale di rischio verso imprese ad alta intensità di beni intangibili emerge l'ulteriore problema di assicurare il monitoraggio *ex ante* ed *ex post* dell'effettiva e corretta destinazione dei finanziamenti alle idee e alla realizzazione dei progetti finanziati.

Tale esigenza va fronteggiata mediante lo sviluppo di modelli di *governance* efficaci dei finanziamenti pubblici o privati a progetti innovativi.

Con riguardo al controllo *ex ante* sull'effettiva destinazione dei finanziamenti ad attività economiche intangibili a contenuto innovativo, nella regolamentazione europea in materia di finanza sostenibile<sup>35</sup> potrebbe rinvenirsi uno strumento utilizzabile sia per evitare distorsioni nell'uso delle risorse erogate e i problemi di azzardo morale derivanti in particolare dalla presenza di garanzie statali, sia per indirizzare i processi decisionali degli operatori di mercato dotati di capitale paziente e degli enti di governo nel rilascio delle certificazioni per l'ottenimento del sostegno statale<sup>36</sup>. Ciò si giustifica in virtù del fatto che gli investimenti in beni intangibili sono, almeno quando producono esternalità positive in termini sociali o ambientali (ricerca e sviluppo di nuove tecnologia, brevetti per vaccini, *software* per la transizione ecologica e digitale ecc.), riconducibili agli investimenti sostenibili verso i quali l'Unione Europea si prefigge di orientare i flussi finanziari attraverso l'attuazione di una serie di misure regolative e non, volte a garantire appunto una crescita economica inclusiva e sostenibile<sup>37</sup>. Partendo da tale presunzione, la nozione di «investimento finanziario sostenibile», alla cui definizione contribuiscono il Regolamento SFD

---

<sup>35</sup> Per una panoramica del tema cfr., tra gli altri, BUSCH *et al.* (eds), *Sustainable Finance in Europe. Corporate Governance, Financial Stability and Financial Markets*, New York, 2021, 329 ss.

<sup>36</sup> Per accedere al sostegno del governo le imprese devono ottenere una certificazione che passa per una valutazione ufficiale che tiene conto della loro età e del loro potenziale di crescita. Cfr. DEMMOU - FRANCO, *Mind the financing gap*, 23.

<sup>37</sup> Cfr. il *Piano d'azione per finanziare la crescita sostenibile (Action Plan)* pubblicato dalla Commissione Europea nel 2018, disponibile al link <https://tinyurl.com/5cknmwnr>. Sul contenuto del piano di azione, cfr. in dottrina LOVISOLO, *L'Action Plan della Commissione Europea sulla finanza sostenibile: quale teoria del cambiamento?*, in *Bancaria*, 2020, n. 1, 2 ss.; SIRI - ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca impr. soc.*, 2020, 6 s. Per una ricognizione critica delle misure legislative e non legislative adottate in attuazione dell' *Action plan* del 2018, cfr. BROZZETTI, *La transizione verde e lo sviluppo sostenibile: rinnovate coordinate di fondo per sistema finanziario e imprese*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, I, 411 ss. Con riferimento all'integrazione della sostenibilità nella disciplina delle società *tout court* ad opera della recente proposta di Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio relativa al dovere di diligenza delle imprese ai fini della sostenibilità (COM/2022/71 final), cfr., per tutti, CORVESE, *La sostenibilità ambientale e sociale delle società nella proposta di Corporate Sustainability Due Diligence Directive (dalla insostenibile leggerezza dello scopo sociale alla obbligatoria sostenibilità della due diligence)*, in *Banca impr. soc.*, 2022, 391 ss.

(del parlamento e del Consiglio 2019/2088)<sup>38</sup> e la *Taxonomy Regulation* (2020/852)<sup>39</sup> per le attività rilevanti sotto il profilo ambientale, potrebbe, quindi, essere utilizzata per delimitare il perimetro delle attività economiche intangibili, almeno di quelle a rilevanza esterna, alle quali quei finanziamenti potrebbero considerarsi come legittimamente e correttamente destinati<sup>40</sup>.

Ai sensi della definizione contenuta nel SFDR (art. 2, punto 17), un investimento si considera «sostenibile» quando concerne un'attività economica che rispetti tre condizioni, ossia quando tale attività:

- 1) contribuisca ad un obiettivo ambientale o sociale;
- 2) non arrechi danno significativo a nessuno di tali obiettivi;
- 3) sia svolta da imprese che rispettano prassi di buona *governance*<sup>41</sup>.

In realtà, il SFDR non limita l'ambito di applicazione della normativa in materia di trasparenza (informativa) sulla sostenibilità<sup>42</sup> alla rigorosa nozione di investimento sostenibile, assoggettando ad essa prodotti caratterizzati da diversi livelli e ambizioni legate alla sostenibilità: da quelli che, ai sensi dell'art. 9, perseguono l'obiettivo di investimenti sostenibili e non arrecano un danno significativo, a quelli che, rientrando nell'ambito di applicazione dell'art. 8, promuovono, tra le altre, caratteristiche ambientali o sociali o una combinazione

<sup>38</sup> Trattasi del Regolamento (UE) 2019/2088 del Parlamento europeo e del Consiglio del 27 novembre 2019, c.d. *SFDR (Sustainability- Related Disclosures in the financial sector Regulation)*, relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari.

<sup>39</sup> Trattasi del Regolamento (UE) 2020/852 del Parlamento europeo e del Consiglio del 18 giugno 2020 relativo all'istituzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili e recante modifica del regolamento (UE) 2019/2088.

<sup>40</sup> Per approfondimenti sull'argomento, mi si consenta di rinviare, anche per riferimenti dottrinali, a SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità nelle regole di comportamento dell'intermediario finanziario: un ritorno al modello di distribuzione "orientato al prodotto"*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2022, I, 45 ss., in part. 63 ss.

<sup>41</sup> Come si evince da tale definizione, il SFDR pone la buona *governance* su un piano diverso dagli obiettivi ambientali e sociali configurandosi la stessa come prerequisito per l'accesso delle imprese a finanziamenti collegati ad «investimenti sostenibili». Tale deduzione trova conferma nella definizione di «fattori di sostenibilità» adottata dal medesimo regolamento (art. 2) che, comprendendo «*le problematiche ambientali, sociali e concernenti il personale, il rispetto dei diritti umani e le questioni relative alla lotta alla corruzione attiva e passiva*», non include le problematiche connesse alla *governance* delle imprese.

<sup>42</sup> In estrema sintesi, Il SFDR pone a carico dei partecipanti ai mercati finanziari e dei consulenti finanziari obblighi informativi riguardanti: i) l'integrazione dei rischi di sostenibilità (ossia «*un evento o una condizione di tipo ambientale, sociale o di governance che, se si verifica, potrebbe provocare un significativo impatto negativo effettivo o potenziale sul valore dell'investimento*») e la considerazione degli effetti negativi per la sostenibilità nei loro processi decisionali e di consulenza; ii) il livello di sostenibilità relativo ai prodotti finanziari (nozione ampia e *cross-sectoral*, includendo i portafogli gestiti in modo individuale e collettivo, gli IBIPs, i prodotti pensionistici e i PEPP), che dal più basso, concernente semplicemente la «*presa in considerazione degli effetti negativi sulla sostenibilità*», passando per «*la promozione di caratteristiche ambientali e sociali*», o una combinazione di tali caratteristiche, a condizione che le imprese in cui gli investimenti sono effettuati rispettino prassi di buona *governance* (cc.dd. *light green products*), arriva al più elevato rappresentato dalla «*promozione di investimenti sostenibili*» (cc.dd. *dark green products*).

delle stesse, nel rispetto di prassi di buona *governance*, senza elevarsi allo *standard* di investimento sostenibile. In aggiunta, stante la previsione di cui all'art. 6, il SFDR considera una terza categoria di prodotti di investimento che si pone come residuale rispetto alle prime due. Si tratta di quei prodotti di investimento che tengono conto dei probabili impatti dei rischi di sostenibilità sul relativo rendimento, laddove rilevanti.

Ad una, seppur parziale (si considerano solo le attività conformi all'obiettivo ambientale), puntualizzazione della nozione di investimento sostenibile contribuisce la *Green Taxonomy Regulation* che, soprattutto per arginare il fenomeno del *green washing*, prevede l'istituzione di un sistema di classificazione unificato per le attività ecosostenibili, onde assicurare una chiara ed inequivocabile informativa in merito agli investimenti che le finanziano<sup>43</sup>. Nello specifico, il Regolamento Tassonomia, entrato in vigore il 12 luglio 2020, detta le linee guida per la delimitazione del *genus* delle «attività ecosostenibili» (cioè quelle che perseguono obiettivi ambientali), affidando agli atti delegati della Commissione Europea il compito di qualificare le particolari *species* di attività in funzione dei diversi obiettivi ambientali fissati dalla normativa primaria e quantificarne i diversi livelli di sostenibilità<sup>44</sup>. A tal fine, la *Green Taxonomy Regulation* individua in via preliminare sei obiettivi ambientali (la mitigazione dei cambiamenti climatici, l'adattamento ai cambiamenti climatici, l'uso sostenibile e la protezione delle acque e delle risorse marine, la transizione verso un'economia circolare, la prevenzione e la riduzione dell'inquinamento, la protezione e il ripristino della biodiversità e degli ecosistemi) e, successivamente, i criteri in base ai quali un'attività economica possa qualificarsi come «ecosostenibile» in relazione agli obiettivi indicati. Tale qualificazione si basa sul concetto di «contributo sostanziale» non marginale (al raggiungimento di uno o più degli obiettivi ambientali) e sul principio del «non arrecare un danno significativo» (a nessun obiettivo ambientale). La specificazione di tali criteri ha un contenuto di massima indicato nel Regolamento (artt. 10 ss.), ma la definizione del dettaglio è rimessa agli atti delegati della Commissione Europea a cui spetta, dunque, l'individuazione di parametri univoci ai fini dell'inquadramento di un'attività nella categoria di quelle sostenibili sotto il profilo ambientale<sup>45</sup>.

---

<sup>43</sup> Anche la tassonomia delle attività «ecosostenibili» è uno strumento di trasparenza, che introduce obblighi di informativa per (oltre ad emittenti e imprese) i partecipanti ai mercati finanziari (tra cui rientrano gli enti creditizi e le imprese di investimento che prestano il servizio di gestione di portafogli) in relazione a prodotti finanziari o obbligazioni societarie resi disponibili come ecosostenibili oppure che mettono a disposizione prodotti finanziari. In sostanza, si impone a tali soggetti di integrare le informazioni fornite ai sensi del SFDR con l'indicazione della quota delle loro attività in linea con la tassonomia.

<sup>44</sup> Nello svolgimento di tale compito normativo la Commissione è supportata dall'*International Platform on Sustainable Finance*, un ente permanente, istituito nell'ottobre 2019, che sostituisce il *Technical Expert Group on Sustainable Finance* nelle procedure di aggiornamento della tassonomia.

<sup>45</sup> La Commissione Europea, al momento, è intervenuta con il Regolamento delegato 2021/2139 del 4 giugno 2021 compreso nel pacchetto per la finanza sostenibile del 21 aprile 2021<sup>45</sup>,

In modo analogo, la normativa europea dovrà delineare la tassonomia delle attività conformi ad obiettivi sociali, tra cui potrebbero rientrare molte di quelle intangibili, come i brevetti sui vaccini.

Le due liste di attività, quella già emanata delle attività conformi ad obiettivi ambientali e quella di prossima emanazione delle attività conformi ad obiettivi sociali, potranno, da una parte, orientare le decisioni di investimento dei soggetti, pubblici e privati, chiamati a finanziare con risorse pazienti i settori ad elevata intensità di intangibili e, dall'altra, costituire un parametro oggettivo di valutazione della corretta destinazione dei finanziamenti ad attività a contenuto innovativo, soprattutto in presenza di sovvenzioni statali. Anzi si può dire di più: con riferimento al finanziamento degli *assets* intangibili (*i.e.* dei progetti innovativi), il comportamento dei soggetti, pubblici e privati, dotati di risorse finanziarie pazienti alla base della corretta destinazione ad attività/investimenti qualificabili come sostenibili non potrà limitarsi, come accade per i beni tangibili, al rispetto dei requisiti di sostenibilità in negativo, ossia nel senso *sic et simpliciter* di presa in considerazione nelle decisioni di investimento degli effetti negativi sui fattori di sostenibilità, ma dovrà in positivo andare a promuovere obiettivi ambientali e sociali, eliminando così una delle disfunzioni evidenziate nella condotta dei *managers* degli operatori finanziari, specialmente dei fondi destinati ad investimenti ESG<sup>46</sup>.

Stanti le considerazioni appena svolte, riteniamo che le recenti riforme regolatorie volte all'integrazione della sostenibilità nella disciplina del mercato finanziario potrebbero contribuire a promuovere comportamenti virtuosi degli operatori del mercato con riferimento agli intangibili. Come è noto, le nozioni di "investimento sostenibile", di "rischio di sostenibilità" e di "fattori di sostenibilità" sono state integrate nelle normative del mercato finanziario concernenti sia gli intermediari in senso stretto, ossia imprese di investimento e banche che prestano servizi di consulenza e di gestione di patrimoni (normativa di derivazione MiFID II), sia le imprese di assicurazione che distribuiscono IBIPs (normativa di derivazione IDD), sia gli investitori istituzionali OICVM e GEFIA.

---

dettando i criteri di vaglio tecnico per determinare quando un'attività economica contribuisce in modo sostanziale (Allegato 1) e non arreca un danno significativo (Allegato 2) a due degli obiettivi ambientali indicati nel Regolamento Tassonomia, ossia l'obiettivo della mitigazione dei cambiamenti climatici e l'obiettivo dell'adattamento ai cambiamenti climatici. Il Regolamento 2021/2139 è stato formalmente adottato il 4 giugno 2021 per il controllo da parte dei legislatori europei e pubblicato in GU L 442 del 9 dicembre 2021, 1 ss. Esso è entrato in vigore il ventesimo giorno successivo alla sua pubblicazione ed è direttamente applicabile negli Stati membri dal 1° gennaio 2022. Il 2 febbraio 2022, il Regolamento 2021/2139 è stato modificato dalla Commissione Europea con l'approvazione del *Complementary Climate Delegated Act* (C(2022) 631/3) che, sarà formalmente adottato non appena sarà tradotto in tutte le lingue. Tale revisione, fonte di acceso dibattito e contrasto tra gli stati membri, si sostanzia nell'inserimento nella lista della attività economiche coperte dalla Tassonomia UE delle attività gassiere e nucleari nel rispetto di rigorose condizioni nonché nell'imposizione di obblighi di informativa specifici per le imprese che esercitano attività nei settori del gas e del nucleare.

<sup>46</sup> Cfr. HASKEL - S. WESTLAKE, *Restarting the Future*, 177 s.

La riforma stabilisce un obbligo per tutti gli intermediari menzionati di integrare i rischi di sostenibilità e la considerazione degli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità nelle politiche di dovuta diligenza (alla base della selezione e monitoraggio degli investimenti, della comprensione e conoscenza delle attività, della conformità delle decisioni di investimento agli obiettivi ed alla strategia di investimento), di gestione dei conflitti di interesse e di gestione del rischio.

Tuttavia, è solo con riferimento alla prestazione dei servizi di gestione di portafogli e di consulenza in materia di investimenti (riservata alle imprese di investimento e alle banche) che il legislatore europeo va oltre: grazie all'inserimento delle "preferenze di sostenibilità del cliente" nella richiesta di informazioni a quest'ultimo (profilatura) e nella valutazione di adeguatezza (del prodotto al profilo di rischio del cliente), si indirizzano in modo diretto le decisioni di investimento dell'intermediario verso:

- a) o attività conformi alla tassonomia a norma dell'art. 3 del Regolamento Tassonomia;
- b) o investimenti sostenibili ai sensi dell'art. 2, punto 17, del SFDR, tra cui rientrano anche le attività conformi alla tassonomia;
- c) o anche investimenti che, pur non rientrando nelle precedenti categorie perché non conformi a prefissati criteri di sostenibilità, tengono conto delle esternalità negative degli stessi sull'ambiente o sulla società in termini di principali effetti negativi sulla sostenibilità (c.d. PAI - *Principal Adverse Impacts*)<sup>47</sup>.

Invece, per gli investitori istituzionali che avrebbero a disposizione il "capitale paziente" per il finanziamento di progetti innovativi, la normativa non incide sulla strategia di investimento incentivandone la direzione verso obiettivi di sostenibilità, *ergo* verso il finanziamento di imprese ad elevata intensità di intangibili caratterizzati da esternalità positive di rilevanza sociale e ambientale. Certamente la politica di investimento predeterminata che connota la gestione collettiva del risparmio potrà prevedere come tipologia di investimenti quelli conformi qualitativamente alle due liste di attività economiche sostenibili sotto i profili ambientale e sociale, tra cui rientreranno sicuramente brevetti e *copyright*, e quantitativamente ai criteri di misurazione della relativa sostenibilità stabiliti

---

<sup>47</sup> Invero, l'incentivo del legislatore per investimenti in strumenti che finanziano attività economiche «ecosostenibili» o che perseguono «investimenti sostenibili» o che prendono in considerazione e riducono le esternalità negative rilevanti causate da investimenti in strumenti finanziari non si traduce nell'imposizione di un obbligo a carico dei clienti o potenziali clienti di fornire informazioni sui propri interessi per i temi della sostenibilità, a differenza di quanto previsto per la fornitura delle altre informazioni di tipo personale e finanziario. La decisione al riguardo è, quindi, lasciata al cliente, che, in caso di manifestazione di "preferenze di sostenibilità", sarà chiamato alla determinazione qualitativa, inerente cioè al tipo, e quantitativa, concernente cioè il grado, di sostenibilità degli strumenti finanziari ammissibili ai fini della raccomandazione o dell'offerta da parte dell'intermediario nei suoi confronti. Per approfondimenti, cfr. SALERNO, *L'integrazione dei fattori di sostenibilità*, 86 s.

dalla Commissione Europea. Ma ciò rientrerà comunque nell'autonomia del gestore. Ed è per tale ragione che siamo dell'avviso che, per promuovere l'investimento in attività intangibili a rilevanza ambientale e sociale, sia necessaria una riforma normativa in grado di incidere anche sulle strategie di investimento degli investitori istituzionali richiedendo che, ai fini della qualificazione di un OICR come ESG, o meglio come sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale, si rispettino strategie di investimento che rispondano a criteri di sostenibilità in positivo e non solo e non tanto, come accade ora, che considerino i rischi di sostenibilità per l'investimento ovvero gli effetti negativi delle decisioni di investimento sui fattori di sostenibilità.

Infine, in riferimento al monitoraggio *ex post* sull'effettivo utilizzo delle risorse finanziarie erogate per la realizzazione dei progetti innovativi, il problema si pone non tanto per i finanziamenti sul mercato dei capitali che implicano di norma la partecipazione attiva o proattiva dei fondi (istituzionali, *venture capital*, *private equity*) alla gestione dell'impresa quanto per quei finanziamenti che prevedono l'intervento pubblico, nelle forme del prestito, delle agevolazioni e della prestazione di garanzie. Per aumentare l'efficacia del controllo, oggi effettuato sulla carta sulla base dei dati e delle informazioni contenute nelle rendicontazioni fornite dalle imprese in merito alle diverse fasi di realizzazione del progetto finanziato, si potrebbe pensare all'affidamento a soggetti esterni alle imprese di funzioni di coordinamento e di controllo del capitale finanziario e umano destinato alla concretizzazione dell'idea. D'altro canto, ciò sarebbe compatibile con le caratteristiche delle filiere produttive dei nostri tempi, sempre più frammentate e decentralizzate anche a livello globale. La crescente esternalizzazione dei servizi da parte delle grandi imprese concerne in gran parte attività intangibili: ricerca e sviluppo, comunicazione, logistica, *marketing* ecc. Ed è in tale contesto che lo Stato potrebbe rivestire un ruolo fondamentale nel creare le condizioni affinché questi nuovi modelli di innovazione decentrata e aperta funzionino senza distorsioni e in modo efficiente. Lo Stato dovrebbe intervenire formando il capitale umano di eccellenza nei settori chiave dell'innovazione, aiutando le piccole e medie imprese ad inserirsi nelle filiere, assorbendone il *know-how* (tramite contratti di rete), promuovendo *partnership* tra imprese a monte e a valle delle filiere, ammodernando le infrastrutture materiali e immateriali (scientifiche e tecnologiche) in cui le filiere produttive operano. Un programma politico contenente queste proposte per l'innovazione sarebbe forse, rispetto al modello di Stato imprenditore (interventista) sostenuto dalla MAZZUCATO, non solo più fattibile ma anche più consono a fronteggiare le sfide tecnologiche e produttive dell'economia contemporanea.