

XIV CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"
**"IMPRESE, MERCATI E SOSTENIBILITÀ: NUOVE SFIDE PER IL DIRITTO
COMMERCIALE"**
Roma, 26-27 maggio 2023

IRENE POLLASTRO
RICERCATRICE PRESSO UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO

La start-up VC-backed nell'ottica della sostenibilità.

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. La prospettiva della sostenibilità nelle attività di investimento. - 2.1. (segue) La sostenibilità nell'esperienza del *venture capital*. - 3. La peculiare struttura del capitale della *start up vc-backed*. - 4. L'intervento del finanziatore nella *governance* della società finanziata.

1. Introduzione.

Le ricerche dedicate, da un lato, a nuovi canali di finanziamento delle imprese *start-up* innovative e, in particolare, ai fondi di *venture capital* (d'ora innanzi anche "VC") e, dall'altro, al concetto di sostenibilità nel diritto dell'impresa sono ormai numerose e fiorenti; più scarsi sono, invece, i risultati quando i due temi si intersecano. Pare, dunque, interessante indagare se, e come, il criterio della sostenibilità trovi, o debba trovare, spazio nel campo di azione di due entità che, quando entrano in relazione tra loro in qualità di imprenditore e finanziatore, hanno possibilità di sviluppo ed orizzonti temporali peculiari rispetto ad imprese già solide ed avviate e ai fondi istituzionali che in esse investono.

Ad una prima osservazione, la risposta quanto alla possibile (se non necessaria) integrazione dei criteri ESG (*environmental, social e governance*) nelle scelte d'investimento deve ritenersi senz'altro positiva, non foss'altro per il fatto che pare dato ormai noto che, nell'ultimo decennio, tutti gli attori del mercato, dai fondi agli investitori *retail*, hanno riorientato in maniera decisiva le loro scelte verso opzioni di investimento sostenibili¹. Il criterio

¹ Vd. A. CHILORIO, *ESG e sostenibilità nelle operazioni di finanziamento all'impresa: possibili profili giuridici*, in AGE 2002, 263 ss.; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il*

della sostenibilità entra dunque in maniera predominante non solo nella discussione sul diritto dell'impresa², in particolare in relazione al suo scopo e ai collegati doveri dei suoi gestori³, ma anche in quello, per dire il vero limitrofo, del diritto dei mercati finanziari.

Come noto e ben rappresentato dall'acceso dibattito innescatosi sul tema, tuttavia, è ancora assai difficile, al di là delle petizioni di principio, definire con precisione i contorni e le declinazioni della sostenibilità in rapporto all'impresa e al mercato, anche in ragione dello "tsunami di fonti con valore diverso" che vanno via via producendosi sul tema⁴.

In primo luogo, molto spesso la prospettiva "interna" ed "esterna" si confondono: quanto alla prima, appare quasi ovvio affermare che gli amministratori debbono agire tenendo in conto la sostenibilità finanziaria

mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di BlackRock, in *Riv. soc.*, 2020, 1; J.A. MCCAHERY, P.C. PUDSCHEDL, M. STEINDL, *Institutional Investors, Alternative Asset Managers, and ESG Preferences*, ECGI Law Working Paper n. 659/2022, 2.

² Per una panoramica sul passaggio dalla *corporate social responsibility* degli anni '70 all'elaborazione del paradigma della sostenibilità e al pieno riconoscimento dei fattori ESG nelle attività di investimento, vd. R. ROLLI, *Dalla Corporate Social Responsibility alla Sustainability, alla Environmental, Social and Governance (ESG)*, in *Corp. gov.*, 2022, 41 ss.; D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese e dichiarazioni non finanziarie*, *ivi*, 160 ss.

³ C. ANGELICI, *Divagazioni sulla "responsabilità sociale" dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2018, 1 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, in *Riv. soc.*, 2021, 16 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Divagazioni su corporate governance e sostenibilità*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022, fasc. 1, suppl. 3, 83 ss.; U. TOMBARI, *Corporate purpose e diritto societario: dalla "supremazia degli interessi dei soci" alla libertà di scelta dello "scopo sociale"?*, in *Riv. soc.*, 2021, 1 ss.; ID., *Riflessioni sullo «statuto organizzativo» dell'«impresa sostenibile» tra diritto italiano e diritto europeo*, in *AGE*, 2022, 134 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in *Rivista ODC*, 2019, 615 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in *Riv. dir. civ.*, I, 2022, 409 ss.; E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism. La società per azioni contemporanea dinanzi al «profitto»*, Milano, 2022; ID., *La sustainable corporate governance nelle proposte di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del c.d. stakeholderism*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss.; N. ABRIANI, *Corporate governance responsabile e sostenibile*, in *Corp. gov.*, 2022, 3 ss.; G. STRAMPELLI, *La strategia dell'Unione europea per il capitalismo sostenibile: l'oscillazione del pendolo tra amministratori, soci e stakeholders*, in *Riv. soc.*, 2021, 365 ss.; N. CIOCCA, *Sostenibilità dell'attività di impresa e doveri degli amministratori*, in *Sostenibilità. Profili giuridici, economici e manageriali delle PMI italiane*, a cura di F. Massa, Torino, 2019, 77 ss.; G. ALPA, *Responsabilità degli amministratori di società e principio di "sostenibilità"*, in *Contr. e impr.*, 2021, 721 ss.; Nella dottrina internazionale, vd. *ex multis* H. FLEISCHER, *Corporate Purpose: A Management Concept and its Implications for Company Law*, in *ECFR*, 2021, 2, 161; E. ROCK, *For Whom is the Corporation Managed in 2020?: The debate over corporate purpose*, ECGI Law Working Paper n. 515/2020; G. FERRARINI, *Redefining Corporate Purpose: Sustainability as a Game Changer*, EUSFiL Research Working Paper n. 1/2020.

⁴ L'espressione è di G.B. PORTALE, *La corporate governance delle società bancarie*, in *Riv. soc.*, 2016, 1.

della società, al fine di salvaguardarne la continuità aziendale (in Italia, il principio è oggi espresso, a seguito delle modifiche introdotte dal Codice della Crisi, già nell'art. 2086 c.c.)⁵; quanto, invece, alla seconda, avrebbero l'ulteriore obbligo di contenere le esternalità negative, specie in termini sociali ed ambientali⁶. Se è vero che, sul piano generale, le due prospettive possono risultare connesse (tra i rischi relativi all'attività di impresa si dovranno senz'altro considerare anche quelli che siano potenzialmente scaricati sul contesto esterno), spesso accade che, nella pratica, rischi economico-finanziari e socio-ambientali, e magari anche questi ultimi due tra loro, non viaggino sempre su binari paralleli: ne consegue un'estrema difficoltà nello stilare una scala gerarchica cui gli amministratori dovrebbero attenersi nel perseguimento di così differenti (e confliggenti) obiettivi dell'impresa, che potrebbe portare ad un ampliamento indiscriminato della loro discrezionalità, sulla scorta della quale sostanzialmente ogni operazione potrebbe apparire giustificata alla luce del raggiungimento di questo o quello scopo⁷.

In secondo luogo, accade sovente che il concetto di "sostenibilità" sia *in toto* sovrapposto a quello di visione di lungo termine dell'impresa⁸, pur

⁵ Sul punto, vd. O. CAGNASSO, *Sostenibilità finanziaria e assunzione delle obbligazioni*, in *Corp. gov.*, 2022, 27 ss.; nello stesso senso, e più in generale M. LIPTON, in *On the Debate Regarding ESG, Stakeholder Governance, and Corporate Purpose*, in Harvard Law School forum on Corporate Governance, 14 marzo 2023 (reperibile all'indirizzo <https://corpgov.law.harvard.edu/2023/03/14/on-the-debate-regarding-esg-stakeholder-governance-and-corporate-purpose/>) sottolinea che gli amministratori hanno il dovere di considerare i fattori ESG nelle loro strategie, rappresentando essi potenziali rischi per il perseguimento dell'obiettivo del successo della società nel lungo termine.

⁶ A. CHILORIO, *ESG e sostenibilità*, cit., 264; M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, cit., 30.

⁷ Vd. ancora M. STELLA RICHTER JR., *Long-termism*, cit., 32 ss.; M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 1012; G. FERRARINI, *Corporate Purpose and Sustainability*, ECGI Law Working Paper n. 559/2020, 54.

⁸ È lo stesso report "*Study on directors' duties and sustainable corporate governance*" stilato da EY per la Commissione Europea nel 2020 (<https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/e47928a2-d20b-11ea-adf7-01aa75ed71a1/language-en>), ad esordire sostenendo che "l'ottica della massimizzazione del valore dell'impresa nel breve termine riduce la sostenibilità nella prospettiva ESG (*environmental, social e governance*) nel lungo termine delle imprese europee". La stessa parificazione tra sostenibilità e *long-termism* è sottesa sia alle nuove norme della *Shareholders Right Directive II* (2017/828/UE, d'ora innanzi SRD II) che alle più recenti riforme dei codici di *corporate governance*. Per una critica alla semplicistica equiparazione del successo imprenditoriale alla sua prospettiva di lungo periodo e alla salvaguardia della prospettiva ESG, vd. AA.VV., *Response to the Study on Directors' Duties and Sustainable Corporate Governance by Nordic Company Law Scholars*, Nordic & European Company Law Working Paper No. 20-12, University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 100, 2020.

non apparendo affatto dimostrate né la superiorità intrinseca del *long-termism*, né la sua pacifica corrispondenza con il successo sostenibile dell'impresa⁹. Per quanto specificamente ci occupa, anche nella prospettiva di investimento dei fondi non c'è nulla di aprioristicamente positivo nel perseguimento di un orizzonte di lungo periodo rispetto ad uno di breve e, anzi, proprio alcuni dei fondi più potenti non sono affatto interessati ad un potenziamento della prospettiva *long-term*¹⁰.

Ben lungi dalla possibilità di esaurire in questa sede, senza esorbitare i limiti del lavoro, il dibattito sulla "sostenibilità" generalmente intesa, basti tener presente, d'ora in avanti, che il principio ha contorni spesso fumosi¹¹, ma che, nonostante le condivisibili perplessità, è diventato un *fil rouge* che pervade tutti gli interventi del legislatore europeo (e, a cascata, degli ordinamenti nazionali) tanto da essere incluso anche nella regolamentazione di profili che hanno con esso punti di contatto a dir poco labili¹².

⁹ In generale sulla rilevanza e precettività dell'orientamento della gestione in una prospettiva di lungo periodo vd. P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010, 81 ss.; ID., *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Torino, 2017, 215 ss. *Contra*, la ritengono una formula priva di fondamento normativo, quando non retorica, C. ANGELICI, *Divagazioni*, cit., 1 ss.; M. MAUGERI, *Lo statement della Business Roundtable. Sugli scopi della società. Un dialogo a più voci*, a cura di A. Perrone, in *Rivista ODC*, 2019, 611 ss.; M. VENTORUZZO, *Il nuovo Codice di Corporate Governance 2020*, in *Società*, 2020, 441. Nella letteratura internazionale, M.J. ROE, R. SHAPIRA, *The Power of the Narrative in Corporate Lawmaking*, ECGI Law Working Paper n. 554/2020; M. BARZUZA, E. TALLEY, *Long-Term Bias*, in *Col. Bus. L. Rev.*, 2020, 1, 104 ss.

¹⁰ Così E. RIMINI, *Il voto multiplo alla prova dei fatti, guardando oltre la crisi Covid*, in *Governance e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S.A. Cerrato E. R. Desana, Torino, 2022, I, 670. Inoltre, nel senso che anche gli investitori con orizzonti *short-term* possono avere effetti positivi sulla *governance* delle società e sul controllo delle esternalità negative, vd. M. BARCLAY, C. HOLDERNESS, *Negotiated Block Trades and Corporate Control*, in *The Journal of Finance*, 1991, 46, 861 ss.; M. GIANNETTI, X. YU, *Adapting to Radical Change: The Benefits of Short-Horizon Investors*, ECGI Finance Working Paper n. 467/2016.

¹¹ C. ANGELICI, *Divagazioni*, cit., 1 ss.; F. DENOZZA, *Lo scopo della società*, cit., 615 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *Corporate social responsibility, social enterprise, benefit corporation: magia delle parole?*, in *Vita not.*, 2017, 953 ss.

¹² Si veda, da ultimo, la *Proposal for a Directive on multiple-vote share structures in companies that seek the admission to trading of their shares on an SME growth market*, pubblicata dalla Commissione Europea il 7 dicembre 2022, nel complesso di iniziative comprese nel *Listing Act Package*, ed in linea con gli obiettivi della *Capital Markets Union* (<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:52022PC0761>), in cui, tra le possibili misure di salvaguardia degli azionisti di minoranza, è incluso "l'obbligo di garantire che i diritti di voto potenziati non possano essere utilizzati per bloccare l'adozione di decisioni da parte dell'assemblea generale degli azionisti volte a prevenire, ridurre o eliminare gli

2. La prospettiva della sostenibilità nelle attività di investimento.

Come già argomentato, il vincolo della sostenibilità pervade ormai non solo la regolamentazione del diritto dell'impresa, ma anche quella del mercato finanziario, nella misura in cui gli investitori istituzionali (genericamente intesi come gestori professionali, a coprire anche tutti i soggetti non compresi nel perimetro della definizione di cui all'art. 124-*quater*, c. 1, lett b), TUF) sono vincolati ad includere i fattori ESG nelle proprie strategie di investimento¹³: le normative di mercato, in particolare, agiscono in una doppia ottica, allocativa (il risparmio gestito andrà indirizzato verso iniziative "sostenibili") e di monitoraggio (sulle scelte operate dagli emittenti in materia ESG)¹⁴.

In questo contesto si inquadra la recente *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (d'ora innanzi, SFDR), ossia il Reg. 2019/2088/UE dedicato alla finanza sostenibile, entrato in vigore il 10 marzo 2021: tale iniziativa è parte dell'*Action Plan* della Commissione Europea sul finanziamento della crescita sostenibile che, oltre a prevedere norme di immediata "rilevanza pubblica", mira altresì al condizionamento dei comportamenti degli investitori privati¹⁵. Così, il Regolamento impone ai gestori patrimoniali e ai fondi di integrare i fattori ESG nelle loro *policy* di investimento, definendo altresì in maniera chiara il loro posizionamento

impatti negativi sui diritti umani e sull'ambiente connessi alle attività della società". Per una disamina degli ultimi interventi dell'Unione Europea in tema di sostenibilità nel diritto dell'impresa, vd. F. MUCCIARELLI, *Perseguire un indirizzo societario «sostenibile»: un obiettivo sincero?*, in *Riv. giur. lav.*, 2021, 520 ss; P. MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corp. gov.*, 2022, 9 ss.

¹³ Avendo i gestori professionali acquisito, nel tempo, partecipazioni sempre più significative soprattutto in grandi imprese di tutto il mondo, le più recenti azioni regolatorie tendono ad incidere sulla loro capacità, in quanto azionisti rilevanti, di orientare l'azione delle società partecipate verso obiettivi sostenibili. In questo senso, vd. G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement: The European Experience*, in *EBOR*, 2022, 23, 871 ss.; L.E. STRINE JR, *Stewardship 2021: The Centrality of Institutional Investor Regulation to Restoring a Fair and Sustainable American Economy*, Columbia Law and Economics Working Paper No. 633.

¹⁴ Così efficacemente M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement degli azionisti istituzionali*, in *Riv. soc.*, 2021, 1354.

¹⁵ Vd. Commissione europea, *Action Plan Financing Sustainable Growth*, marzo 2018 (https://finance.ec.europa.eu/publications/renewed-sustainable-finance-strategy-and-implementation-action-plan-financing-sustainable-growth_en). Per un esame dell'Action Plan e un suo inquadramento nel contesto italiano, vd. M. SIRI, S. ZHU, *L'integrazione della sostenibilità nel sistema europeo di protezione degli investitori*, in *Banca, impr., soc.*, 2020, 3 ss.; per una panoramica degli interventi dell'Unione Europea in materia di sostenibilità nel settore societario e finanziario (di gran lunga i più numerosi a livello mondiale), vd. G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement*, cit., 869 ss.

rispetto ai temi di sostenibilità¹⁶. In particolare, questi soggetti hanno un pervasivo dovere informativo, sia a livello precontrattuale che *on-going*, che comporta l'obbligo di pubblicazione sul proprio sito *web* delle politiche sull'integrazione dei rischi di sostenibilità nei loro processi decisionali e nelle loro consulenze (ivi compresi i potenziali connessi effetti negativi) e anche della loro considerazione ai fini della definizione delle politiche di remunerazione degli amministratori. Inoltre, con specifico riguardo ai prodotti finanziari, è richiesta, come minimo, un'identificazione "passiva" dei potenziali rischi sui rendimenti finanziari che potrebbero derivare dai fattori ESG, che si realizza indicando se e come detti prodotti tengano in conto questa tipologia di rischi (oppure i motivi per cui gli eventuali impatti negativi non siano valutati) ovvero, in caso di prodotti "*green*", un monitoraggio positivo teso a verificare in che modo le caratteristiche sociali e ambientali siano considerate, definite e affrontate e, soprattutto, la metodologia da utilizzare per la misurazione di dette caratteristiche. Come è evidente, la normativa adotta un approccio graduale: da un lato, impone, anche con meccanismi di *hard law*, livelli minimi di *disclosure*, e, dall'altro, identifica ulteriori informazioni la cui comunicazione è regolata da un meno vincolante meccanismo di "*comply or explain*"¹⁷; inoltre, classifica i fondi in base al livello di integrazione della sostenibilità nei loro investimenti, richiedendo, in ragione di ciò, diversi livelli di trasparenza¹⁸.

Ciò che appare lampante, nel passaggio dalle regole di principio all'applicazione concreta, è che valutazioni efficaci, veritiere e scevre dal rischio del c.d. *greenwashing* possono realizzarsi solo in presenza di precisi, standardizzati e coerenti indici di *performance* ESG e di altrettanto uniformi modalità di misurazione, sui quali, invece, ad oggi, il quadro sembra ancora frammentato e carente¹⁹; a dispetto di ciò, va detto, però, che non mancano

¹⁶ Alla Direttiva fanno anzitutto da compendio i *Regulatory technical standards* di cui al Reg. delegato 2022/1288/UE. Un ulteriore utile ausilio all'interpretazione potrà trarsi anche dal limitrofo Reg. 2020/852/UE (c.d. Reg. "Tassonomia"), che fornisce una definizione di cosa si debba intendere per sostenibilità – pur essendo i termini della normativa fortemente sbilanciati sul piano "ambientale", ma più carenti sotto il profilo "sociale".

¹⁷ D. LENZI, *Sostenibilità delle imprese*, cit., 181; V. JENTSCH, *Corporate Social Responsibility between Self-Regulation and Government Intervention: Monitoring, Enforcement and Transparency*, in *EBOR*, 2020, 31, 285 ss.

¹⁸ G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement*, cit., 881.

¹⁹ L. BONI, M. CALDERINI, *Interpretazione strategica del quadro normativo UE per lo sviluppo sostenibile nel settore della finanza: il ruolo chiave della misurazione d'impatto*, in *Corp. gov.*, 2022, 113 ss.; I. BENGIO, L. BONI, A. SANCINO, *EU financial regulations and social impact measurement practices: A comprehensive framework on finance for sustainable development*, in *Corp. soc. resp.*

studi che affermano, da un lato, che l’emanazione della SFDR ha prodotto risultati positivi in termini di aumento dell’attenzione ai fattori ESG nella prospettiva dei fondi²⁰ e, dall’altro, che a prestazioni migliori in punto di sostenibilità corrispondono un minor costo nel reperimento di capitale e rendimenti finanziari più elevati²¹.

Nell’assenza o, comunque, nell’ancora scarso grado di efficacia degli obblighi di legge, l’*engagement* degli investitori istituzionali che, in ragione della loro posizione, possono esercitare pressioni sui singoli emittenti presenti nel loro portafoglio diviene fondamentale²². In questo contesto,

and env. man., 2022, 29, 809 ss.; V. CAPIZZI, E. GIOIA, G. GIUDICI, F. TENCA, *The Divergence of ESG Ratings: an analysis of Italian listed companies*, in *J. Fin. Mngt. Mar. Inst.*, 2021, 1 ss.; M. BILLIO, M. COSTOLA, I. HRISTOVA, C. LATINO, L. PELIZZON, *Inside the ESG Ratings: (Dis)Agreement and Performance*, SAFE Working Paper No. 284, 2020; F. BERG, J.F. KOELBEL, R. RIGOBON, *Aggregate Confusion: The Divergence of ESG Ratings*, MIT Sloan School Working Paper 5822-19.

²⁰ M.G. BECKER, F. MARTIN, A. WALTER, *The power of ESG transparency: The effect of the new SFDR sustainability labels on mutual funds and individual investors*, in *Fin. Res. Lett.*, 2022, 47, 1 ss.

²¹ A. RZEŹNIK, K. HANLEY, L. PELIZZON, *Investor Reliance on ESG Ratings and Stock Price Performance*, SAFE Working Paper n. 310, 2022; G. SERAFEIM, A. YOON, *Which Corporate ESG News does the Market React to?*, Harvard Business School Accounting & Management Unit Working Paper No. 21-115, 2021; A. AMEL-ZADEH, G. SERAFEIM, *Why and how investors use ESG information: evidence from a global survey*, in *Fin. Anal. J.*, 2017, 74, 87 ss.; C. FLAMMER, *Corporate social responsibility and shareholder reaction: The environmental awareness of investors*, in *Academy of Management Journal*, 2013, 56, 758 ss.

Contra, altri studi che dimostrano che il perseguimento di strategie d’investimento “sostenibili” o l’inclusione nel proprio portafoglio di società con alte *performance* ESG non genera alcun più alto ritorno in termini di profitto: così F. LOPEZ-DE-SILANES, J.A. MCCAHERY, P.C. PUDSCHEDL, *ESG Performance and Disclosure: A Cross-Country Analysis*, ECGI Law Working Paper n. 418/2019; B. BOLTON, M. KACPERCZYK, *Do Investors Care about Carbon Risk*, in *J. Fin. Econ.*, 2021, 142, 517 ss.; A. RAGHUNANDAN, S. RAJGOPAL, *Do ESG Funds Make Stakeholder-Friendly Investments?*, in *Rev. Acc. Stud.*, 2022, 27, 822 ss.

Sull’influenza delle modalità di misurazione sui risultati degli studi, vd. R. BOFFO. R. PATALANO, *ESG Investing: Practices, Progress and Challenges*, OECD Paris, 2020, reperibile all’indirizzo <https://www.oecd.org/finance/ESG-Investing-Practices-Progress-Challenges.pdf>.

²² G. STRAMPELLI, *Soft law e fattori ESG: dai codici di corporate governance alle corporate e index guidelines*, in *Riv. soc.*, 2022, 1100 ss.; A. DYCK, K.V. LINS, L. ROTH, H.F. WAGNER, *Do Institutional Investors Drive Corporate Social Responsibility? International Evidence*, in *J. Financ. Econ.*, 2019, 131, 693 ss.

Come sulla sostenibilità, anche su questo aspetto la legislazione europea è all’avanguardia nell’inclusione della pratica nella regolazione positiva: l’art. 3-*octies* (3g nella versione inglese) della SRD II, infatti, impone agli investitori istituzionali e ai gestori di attivi di sviluppare e rendere pubblica la loro politica di impegno nei confronti degli emittenti, non solo dal punto di vista del monitoraggio su questi esercitato, ma anche per quanto concerne attivamente le politiche di voto e il dialogo con esponenti delle società partecipate.

grande importanza è tributata proprio al dialogo “privilegiato” (extra-assembleare) tra amministratori della società investita e gestori professionali: questa pratica pare particolarmente idonea allo scopo di indirizzare le singole società anche al perseguimento degli obiettivi di sostenibilità²³, poiché gli investitori, che detengono normalmente percentuali rilevanti di capitale, sono in grado di ottenere informazioni dettagliate e pervasive, anche a un livello di approfondimento maggiore rispetto agli altri soci, e, per contro, di dare utili informazioni agli amministratori quanto agli indirizzi ultimi dei fondi da loro gestiti, potendosi, tra l’altro, porre quali esperti in relazione a diverse questioni. Del resto, si ritiene che proprio in relazione all’obbligo di agire informati di cui all’art. 2381, c. 6, c.c., e alla Raccomandazione 12 lett. d) del Codice di *Corporate Governance* italiano, gli amministratori possano richiedere pareri ad esperti al fine di integrare le proprie conoscenze professionali (pur non potendo il parere dell’esperto tradursi in un eventuale esonero da responsabilità per l’amministratore stesso)²⁴.

Il dialogo privilegiato tra amministratori delle singole società e gestori dei fondi che in esse investono è, dunque, generalmente incoraggiato poiché, in ultima analisi, crea valore potendo avere un impatto sulle decisioni degli amministratori stessi²⁵.

Vi è altresì da precisare, tuttavia, che, come per l’applicazione delle prescrizioni normative poc’anzi riassunte, anche l’attivismo degli investitori istituzionali non è scevro da ostacoli e problemi: di là dalle menzionate oggettive difficoltà di misurazione degli indici di sostenibilità, si osserva che questi soggetti, in termini economici, hanno incentivi piuttosto deboli ad impegnarsi in un continuo monitoraggio e, ancora più, in una attiva iniziativa di influenza sugli emittenti. Se certamente sono

²³ ESMA, *Report on undue short-term pressure on corporations from the financial sector*, 2019, 55, reperibile all’indirizzo <https://www.esma.europa.eu/document/report-undue-short-term-pressure-corporations-financial-sector>.

²⁴ Più diffusamente sul tema vd. M. MAUGERI, *Sostenibilità ed Engagement*, cit., 1363 ss.; C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.; G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 2018, I, 393 ss.; G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il codice di corporate governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, 695 ss.

²⁵ M. BECHT, J. FRANKS, C. MAYER, S. ROSSI, *Returns to shareholder activism: Evidence from a clinical study of the Hermes UK Focus Fund*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2010, 23, 3093 ss.; N. BONACCHI, A. KLEIN, S. LONGO, G. STRAMPELLI, *The Effects of Credible Voluntary Disclosures: Institutional Investor Engagement and Investees' ESG Performances*, ECGI Law Working Paper n. 622/2022.

spinti dalla crescente domanda di investimento in iniziative sostenibili²⁶, occorre considerare altresì che scontano integralmente i costi delle attività di monitoraggio che, però, in caso di ritorno positivo, dividono con gli investitori che al fondo hanno aderito; e, in ultima analisi, per conto di questi gestiscono, al fine di garantire loro il promesso rendimento: così, il sostenimento dei costi di indirizzo e *monitoring ESG-oriented* parrebbe giustificato solo qualora permetta di realizzare guadagni che controbilancino perdite subite da altre società in portafoglio (anche a causa di impatti ambientali e sociali negativi)²⁷.

2.1. (segue) La sostenibilità nell'esperienza del venture capital.

Se tutte le considerazioni finora svolte valgono per gli investitori in generale, minor attenzione è stata riservata allo specifico caso dei fondi di *venture capital*, che però, per loro natura, hanno caratteristiche assolutamente peculiari: come noto, infatti, essi investono in imprese innovative alle prime fasi del loro sviluppo (c.d. *early stage*) e pertanto, anzitutto, hanno forzatamente una prospettiva di tendenziale lungo termine, dovendo attendere la maturazione dell'iniziativa per realizzare il proprio guadagno. Gli studi anche empirici sul punto, infatti, individuano una durata media dell'investimento dei VC nelle società prescelte che si pone tra gli 8 e 12 anni²⁸. Tale prospettiva già risulta in linea di principio

²⁶ M. BARZUZA, Q. CURTIS, D.H. WEBBER, *Shareholder Value(s): Index Fund ESG Activism and the New Millennial Corporate Governance*, in *South. Cal. L. Rev.*, 2020, 93, 1243 ss.;

²⁷ Allo stato, non pare ravvisarsi alcun obbligo dei gestori professionali di orientare le scelte delle società in portafoglio al perseguimento degli obiettivi ESG, anche a scapito della redditività dell'investimento. Così A. CHILORIO, *ESG e sostenibilità*, cit., 279. Sul tema vd. anche R.J. GILSON, J.N. GORDON, *The Agency Costs of Agency Capitalism: Activist Investors and the Revaluation of Governance Rights*, in *Colum. L. Rev.*, 2013, 116, 889 ss.; S. ALVARO, M. MAUGERI, G. STRAMPELLI, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship. Problemi e prospettive*, Quad. giuridici Consob n. 19/2019, 32 ss. Per un'analisi dei possibili disincentivi e della minore attrattiva, in ragione delle prospettive reddituali, dei fondi che investono in progetti sostenibili vd. R.A. AHMAD, L. REED, R. ZHANG, *Private equity and venture capital's role in catalysing sustainable investment*, International Finance Corporation Working paper, World Bank Group, 2018.

²⁸ B. BIAN, C.A. NIGRO, Y. LI, *Conflicting Fiduciary Duties and Fire Sales of VC-backed Start-ups*, LawFin Working Paper No. 35, Goethe Universität Frankfurt am Main, 2022, 2 ss.; L. LIN, *Venture Capital in the Rise of Sustainable Investment*, in *EBOR*, 2022, 23, 188. C'è tuttavia chi considera questo orizzonte temporale come "ragionevolmente breve", vd. J. LERNER, R. NANDA, *Venture Capital's Role in Financing Innovation: What We Know and How Much We Still Need to Learn*, in *J. Econ. Perspective*, 2020, 34, 245 ss. R.J. GILSON, in *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, in *Stanford L. Rev.*, 55, 1074, afferma che i VC non hanno certamente una prospettiva di breve periodo, ma nemmeno di lungo ,

compatibile con quella di lungo periodo che, come considerato, pur con le connesse criticità, viene equiparata al concetto di “sostenibilità”; inoltre, ben si sposa anche con l’incoraggiato approccio “interventista” volto ad instaurare un mutuo dialogo con le società partecipate, che si potrà sviluppare in un orizzonte temporale idoneo ad allineare le visioni degli attori in campo²⁹.

A riprova di queste considerazioni teoriche, una *survey* svolta dell’EIF nel 2019 conferma che anche i fondi di *venture capital*, come del resto si è osservato già per i gestori professionali in generale, dimostrano un crescente interesse per i temi legati alla sostenibilità, ritenendo che ad essa siano collegati maggiori ritorni sia in termini reputazionali che meramente economici. Lo studio conferma, inoltre, che, lato società investite, ad una progressiva maturazione del progetto corrisponde una più rilevante integrazione dei fattori ESG nella strategia imprenditoriale e, lato investitori, che più grosso è il fondo più significativo diviene l’*engagement* anche su questi temi³⁰: ciò accade, intuitivamente, poiché, da un lato, un progetto più solido dispone di maggiori risorse da investire non solo nell’avviamento, ma anche nella considerazione di questi ulteriori elementi, nella loro implementazione e misurazione, che corrisponde poi alla capacità di fornire dati credibili agli investitori e, dall’altro, gli stessi fondi, avendo dimensioni significative, si possono impegnare in un maggiore supporto

posto che il loro investimento da una durata tendenzialmente limitata nel tempo. E in effetti, al di là dei casi di implementazione di politiche aggressive e chiaramente speculative, anche stabilire *a priori* cosa debba intendersi per “lungo termine” non è compito semplice, anzitutto in considerazione del fatto che lo spazio di iniziativa imprenditoriale è assai vasto, e diversi sono, altresì, i tempi di maturazione di ogni singolo progetto: appare lampante, per esempio, che lo sviluppo e la prova del successo di mercato di un nuovo *software* o di una nuova *app* ha tempi relativamente ristretti, probabilmente anche inferiori alla c.d. *lifespan* media dell’investimento dei *venture capitalist*; diverso è il discorso per settori che comportano un lavoro di ricerca più lento, ad esempio quello (*ex se* “sostenibile”) sullo sviluppo di nuove tecnologie a favore della transizione energetica o, ancor di più, per quelli che dipendono anche da autorizzazioni di organi terzi, come nel caso di *trial* medici e nuovi farmaci. Questa diversità tra settori e, quindi, anche tra competenze necessarie a valutare in ottica prospettica le potenzialità della singola iniziativa, spingono, e spingeranno sempre di più, i fondi stessi a diversificarsi e specializzarsi probabilmente inciderà sulla scelta delle società in portafoglio, e spingerà i fondi a specializzarsi su singole aree di *business*.

²⁹ J.A. McCAHERY, Z. SAUTNER, L.T. STARKS, *Behind the Scenes: The Corporate Governance Preferences of Institutional Investors*, in *J. Fin.*, 2016, 71, 2906.

³⁰ A. BOTSARI, F. LANG, *ESG considerations in Venture Capital and Business Angel investment decisions: Evidence from two pan-European surveys*, EIF Research & Market Analysis working paper n. 2020/63.

alle società partecipate, non solo in termini strettamente monetari, ma anche di “capitale umano” specializzato nel perseguimento degli obiettivi di sostenibilità. Non manca, poi, chi osservi che, sottesa al crescente interesse dei VC sul punto, non ci sia una genuina convinzione né quanto alla bontà dei principi in sé, né quanto al loro impatto effettivamente positivo in termini di *performance*, ma piuttosto un adeguamento opportunistico per timori legati ad ulteriori interventi a livello regolatorio o all’insorgenza di nuovi contenziosi: in altre parole, essendo consci del fatto che per un determinato numero di anni non potranno disinvestire, in attesa del momento idoneo per il loro *exit*, a progetto “maturo”, si tutelano in via anticipata dalla possibile introduzione di nuove norme o da potenziali liti future. L’idea non è certamente inverosimile, se solo si considera che, come tutti i soggetti simili, anche i fondi di VC sono già vincolati a rivolgere attenzione al tema della sostenibilità, ricedendo nel campo di applicazione della SFDR (art. 2, lett. g) del Reg. 2019/2088/UE), sia che si qualificano come tali (fondi per il *venture capital* “EuVECA”, registrati ai sensi dell’art. 14 del Reg. 345/2013/UE³¹) o meno.

Di là dalle ragioni economiche o addirittura “moralì” che spingono questa particolare categoria di soggetti verso la sostenibilità, il movimento in detta direzione è dato ormai assodato. Ciò è, tra l’altro, coerente con la letteratura che vede gli investitori più orientati nel lungo termine essere anche maggiormente propensi all’attenzione a questi obiettivi³²: in particolare, i *venture capitalist*, investendo nelle prime fasi di sviluppo dei progetti, sono fisiologicamente propensi a comprendere la necessità di un intervallo temporale adeguato alla costruzione non solo del modello di *business*, ma anche di efficaci *policy* ESG (le quali, peraltro, sono a loro volta in fase di prima emersione e, pertanto, solo l’utilizzo nella prassi potrà contribuire a plasmarne lo sviluppo).

3. La peculiare struttura del capitale della start up vc-backed.

Se l’osservazione delle tendenze generali di orientamento alla sostenibilità delle scelte operate dagli investitori professionali pare avvicinare, pur con minimi scostamenti, il modello del *venture capital* agli

³¹ Per un primo commento sul regolamento, vd. S.N. HOOGHIEMSTRA, *The Regulation of European Venture Capital Funds (‘Euvecas’)*, 2020 in <https://ssrn.com/abstract=3735293>.

³² L. STARKS, P. VENKAT, Q. ZHU, *Corporate ESG Profiles and Investor Horizons*, in <https://ssrn.com/abstract=3049943>.

altri fondi, sono le peculiarità del contratto tra investitore e società partecipata e, quindi, in ultima analisi, la struttura di capitale della *start up vc-backed* a presentare caratteristiche interessanti, anche in ottica di un possibile miglior orientamento e sviluppo degli indirizzi di sostenibilità.

Come noto, infatti, il *venture capital* è una forma di investimento in imprese non quotate ad alto rischio, ma anche ad alto potenziale di crescita, che si trovano principalmente nella fase iniziale di sviluppo del proprio *business*³³: nella concessione di liquidità a queste imprese, grande attenzione è riservata alla predisposizione di contratti e strumenti idonei a mitigare i rischi di asimmetrie informative e *moral hazard* che corre il finanziatore e, nel contempo, a garantirgli di realizzare un guadagno in tempi relativamente ridotti (8-12 anni) al momento dell'*exit* (sia esso realizzato in sede di IPO o di acquisizione) o, quantomeno, di recuperare il proprio capitale in caso di insuccesso dell'iniziativa³⁴.

Detti contratti, ormai altamente standardizzati³⁵, rimangono o confinati a patti parasociali o, frequentemente, entrano direttamente nel regolamento societario, vedendo i VC assegnatari di strumenti convertibili (nella forma di *convertible preferred stocks*) o di azioni dotate di diritti speciali

³³ Il fenomeno ha dimensioni nient' affatto trascurabili, se solo si considera che, tra le società quotate a livello mondiale, sette su otto delle maggiori per capitalizzazione nel maggio 2020 sono state partecipate da fondi di *venture capital* prima della loro IPO (si tratta di Alphabet, Apple, Amazon, Facebook e Microsoft negli USA e di Alibaba e Tencent in Cina): il dato è tratto da J. LERNER, R. NANDA, *Venture Capital's Role in Financing Innovation*, cit., 237.

³⁴ Il VC, infatti, a dispetto della limitata contribuzione al capitale, si assume un rischio di impresa molto elevato, a fronte del quale ottiene alcuni diritti di natura partecipativa: così, nella nostra dottrina, G.B. PORTALE, *Proprietà e organizzazione dell'impresa (per gli ottant'anni di Guido Rossi)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2011, I, 415. In generale, sui diritti contrattualmente attribuiti ai *venture capitalist* a mitigazione dei rischi assunti, vd., *ex multis*, P. GOMPERS, J. LERNER, *The Venture Capital Revolution*, in *J. Econ. Perspectives*, 2001, 15, 145 ss.; R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market*, cit., 1067 ss.; A. METRICK, A. YASUDA, *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley & Sons, Inc., 3 ed., 2021.

³⁵ Il modello più diffuso è quello del SAFE (*Simple agreement for future equity*), creato alla fine del 2013 da *Y Combinator*, uno dei più rilevanti acceleratori di start up americani. L'evidente vantaggio di avere un modello contrattuale noto a tutti gli operatori risiede, anzitutto, in un notevole risparmio di costi che sarebbero, viceversa, richiesti, in caso di pattuizioni interamente *tailor made*; inoltre, consente a tutte le parti, e in particolare ai *founders*, di rilevare subito eventuali pattuizioni difformi che il finanziatore vorrebbe imporre, e di concentrare su quelle l'attenzione e l'attività di negoziazione. Per una chiara illustrazione del modello e della sua applicazione nel diritto italiano, vd. F. REDOANO, *Il "simple agreement for future equity" nel diritto italiano*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021, I, 971 ss.

rispetto a quelle ordinarie (*preferred vs. ordinary shares*)³⁶: così, al contrario di quanto tradizionalmente accade nelle società aperte, in cui gli investitori hanno più capitale che controllo, i VC, a fronte di una quota di capitale nulla (la acquisiranno solo all'esito della conversione) o comunque non significativa, godono, per contro, di rilevanti diritti sia patrimoniali che amministrativi³⁷. In linea tendenziale, quanto ai diritti patrimoniali, si stabilisce, anzitutto, che al momento della conversione, sia riconosciuto uno sconto sul prezzo dell'azione (c.d. appunto *discount*) oppure sia posto un tetto massimo alla cifra che l'investitore dovrà corrispondere a fronte dell'ingresso nel capitale (c.d. *valuation cap*). Inoltre, i VC godono di una significativa preferenza in fase di liquidazione anticipata o, comunque, al momento dell'*exit* (per fusione, cessione dell'azienda, acquisizione...): infatti, secondo il tipo di *liquidation preference* sottoscritta, potranno scegliere di convertire lo strumento loro assegnato in azione ordinaria, guadagnando – esattamente come gli ideatori del progetto – in misura proporzionale alla partecipazione al capitale (ciò accade normalmente quando l'iniziativa imprenditoriale ha un particolare successo, che si riflette nell'accresciuto

³⁶ Nel campione (relativo al mercato americano) analizzato da S.N. KAPLAN, P. STRÖMBERG, in *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, in *Rev. of econ. Stud.*, 2003, 70, 286, si rileva che, su 213 round di finanziamento, in 204 sono state usate *convertible stocks* e solo in sette casi il capitale è stato suddiviso in diverse classi di azioni (*common-preferred*). Un'analisi empirica svolta sul mercato italiano (il riferimento è allo studio di A. CAPIZZI, P. ASTNER, P. GIUDICI, *Il design contrattuale delle startup VC-financed in Italia*, in *AGE*, 2021, 227 ss. e ID., con un contributo riveduto e ampliato, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, in *EBOR*, 2022, 23, 787 ss.) rivela delle differenze significative rispetto al mercato statunitense nella misura in cui le azioni "*preferred*" sono di gran lunga più impiegate rispetto agli strumenti convertibili; gli autori rilevano, inoltre, che, a fronte di schemi contrattuali ispirati al modello SAFE menzionato alla nota precedente, le società italiane attribuiscono agli investitori strumenti ibridi, ossia, di fatto, strumenti finanziari partecipativi (sulla possibilità riservata alle società innovative di emettere tale specie di strumenti nel diritto italiano, vd. per tutti il recente contributo di E. FREGONARA, *Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte*, in *Rivista ODC*, 2021, 219).

³⁷ Per una descrizione accurata della struttura del capitale delle società *vc-backed* ed, in particolare, delle protezioni più comuni a favore dell'investitore, vd. *ex multis* S.N. KAPLAN, P. STRÖMBERG, *Financial Contracting Theory Meets the Real World*, cit., 281 ss.; R.J. GILSON, *Engineering a Venture Capital Market*, cit., 1073 ss.; R.J. GILSON, D.M. SCHIZER, *Understanding Venture Capital Structure: A Tax Explanation for Convertible Preferred Stock*, in *Harv. L. Rev.*, 2003, 116, 874 ss.; J.M. FRIED, M. GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control in Startups*, in *NYU L. Rev.*, 2006, 81, 967 ss. Nella dottrina nazionale vd. altresì A. ZANONI, *Venture Capital e diritto azionario. Esperienza statunitense e prospettive in Italia*, Padova, 2010, 63; A. CAPIZZI, P. ASTNER, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, in *Rivista ODC*, 2020, 353 ss.; ID., *Il design contrattuale delle startup VC-financed*, cit., 227 ss.

valore del titolo) oppure di ricevere una cifra corrispondente all'importo dell'investimento iniziale, se non multipla (opzione che verrà, invece, preferita in caso di iniziative infruttuose), oppure ancora avranno entrambe le tutele (clausola c.d. *double-dip*)³⁸. Altri diritti, che potremmo considerare "misti", riservano all'investitore tutele contro la diluizione che subirebbe nel caso di ingresso nel capitale di nuovi finanziatori: così, le *antidilution clauses* possono prevedere un'assegnazione gratuita di nuovi titoli al fine o di mantenere inalterata la propria percentuale (c.d. *full ratched*) oppure di incrementarla in proporzione al peso del nuovo aumento (c.d. *wieghted average*)³⁹. Quanto, poi, ai diritti amministrativi, si concretano principalmente in diritti di voto (anche non proporzionali), di veto (su alcune operazioni significative) e, naturalmente, di nomina "riservata" di membri del consiglio di amministrazione. La percentuale di *control rights* assegnata ai *venture capitalist*, poi, spesso decresce al crescere della *performance* (sulla scorta della logica secondo cui, ove i fondatori perseguono una efficiente e profittevole gestione, gli investitori non hanno alcun interesse all'indirizzo della *governance*, essendo loro garantito il guadagno cui mirano); in conseguenza di ciò, numerosi sono i casi in cui studi empirici hanno rilevato un significativo *turnover* degli amministratori esecutivi "guidata" dal VC qualora ritenuto necessario per migliorare le gestione e i rendimenti della società finanziata⁴⁰.

Proprio in ragione di questa peculiare struttura, in cui evidentemente *founders* e investitori, titolari di partecipazioni e diritti diversi, hanno altresì interessi non sempre coincidenti⁴¹, si possono verificare conflitti, che

³⁸ Il momento dell'*exit* è altresì normalmente accompagnato dalla previsione di clausole di *coventita*. Sul punto, e sull'associazione con il principio di equa valorizzazione, vd. *ex multis*, tra i più recenti, N. DE LUCA, *Vengo anch'io: no, tu no. Tre lustri di clausole di accodamento e trascinarsi*, in *AGE*, 2021, 329 ss.; M. NOTARI, *Exit forzato ed equa valorizzazione: un binomio indissolubile?*, in *AGE*, 2021, 383 ss.

³⁹ Sulla problematica trasposizione in particolare di queste clausole nel diritto italiano vd. A. CAPIZZI, P. ASTNER, P. GIUDICI, *Business Angels, Venture Capital e la nuova s.r.l.*, cit., 418 ss.; A. ABU AWWAD, *Il problema delle clausole "anti-dilutive"*, in *NLCC*, 2021, 175 ss.. Vd. altresì le considerazioni di C. ANGELICI, *Fra 'mercato' e 'società': a proposito di venture capital e drag-along*, in *Studi in onore di Pier Giusto Jaeger*, a cura di R. Sacchi, Milano, 2011, 181 ss.

⁴⁰ S.N. KAPLAN, B. SENSOY, P. STRÖMBERG, *Should Investors Bet on the Jockey or the Horse: Evidence from the Evolution of Firms from Early Business Plans to Public Companies*, in *J. Fin.*, 2009, 64, 75 ss.; M. EWENS, M. MARX, *Founder Replacement and Startup Performance*, in *Rev. Fin. Stud.*, 2018, 31, 1532 ss.; T. HELLMANN, M. PURI, *Venture capital and the professionalization of start-up firms: Empirical evidence*, in *J. Fin.*, 2002, 57, 169 ss.

⁴¹ Spesso inquadrati nel paradigma dell'*agency theory*, per cui vd. W.A. SAHLMAN, *The structure and governance of venture-capital organizations*, in *J. Fin. Econ.*, 1990, 27, 473 ss.; J.M.

immediatamente si riversano sull'interrogativo circa l'indirizzo del vincolo fiduciario degli amministratori nella composizione di esigenze contrapposte. Esempio principe del problema si riscontra in relazione alla decisione, fondamentale per società innovative di questo tipo, di prosecuzione (del finanziamento) del progetto imprenditoriale o a quella, contraria, di dar corso all'*exit*: in questo contesto, infatti, mentre i finanziatori (*convertible* o *preferred shareholders*) sono spinti ad abbandonare iniziative *low-performing*, mantenendo o addirittura aumentando, per contro, la partecipazione a quelle molto redditizie, i fondatori della società (*common shareholders*) hanno incentivi esattamente opposti e, in particolare, in caso di successo dell'operazione, mirerebbero ad un *exit* anticipato, ancor prima che si realizzi la conversione degli investitori in azionisti ordinari (cui conseguirebbe una diluzione per loro svantaggiosa)⁴². In questo contesto, nel panorama statunitense numerosi contenziosi sono sorti in casi in cui i *preferred shareholders* sono riusciti a forzare la scelta di *exit* contro il parere dei *common* che, all'esito dell'operazione, non hanno realizzato alcun guadagno, essendo il prezzo di realizzo appena sufficiente a coprire tutti i privilegi di natura patrimoniale attribuiti agli investitori⁴³.

Se si guarda, però, al tema che qui ci occupa, la possibilità che insorgano conflitti così aspri tra i due soggetti in gioco pare mitigarsi:

FRIED, M. GANOR, *Agency Costs of Venture Capitalist Control*, in *NYU L. Rev.*, cit., 967 ss.; C.A. Nigro, J. Stahl, *Venture Capital-Backed Firms, Unavoidable Value-Destroying Trade Sales, and Fair Value Protections*, in *EBOR*, 2021, 22, 39 ss.; P. GIUDICI, P. AGSTNER, *Startups and Company Law: The Competitive Pressure of Delaware on Italy (and Europe?)*, ECGI Law Working Paper n. 471/2019. Invocano la necessità di un cambio di paradigma nell'osservazione delle dinamiche che dominano la *governance* delle società innovative, in quanto strutturalmente diverse per modalità di conduzione, finanziamento, dimensione globale, C. BELLAVITIS, M. DELOOF, I. FILATOTCHEV, N. HERMES, I. PAELEMAN, *Do old theories fit new contexts? New perspectives on corporate governance in entrepreneurial firms*, in *Venture capital*, 2023, 1 ss.

⁴² S. SANGA, E.L. TALLEY, *Don't Go Chasing Waterfalls: Fiduciary Duties in Venture Capital Backed Startups*, ECGI Law Working Paper n. 634/2022, 4.

⁴³ L'importante precedente del caso Trados del 2013 ha imposto la soluzione per cui, in presenza di più classi di azioni, gli interessi degli azionisti ordinari andrebbero preferiti. Sul punto, e sulle implicazioni e gli effetti negativi in punto di contrazione dei finanziamenti provenienti dal VC in seguito a questa decisione, vd. ancora S. SANGA, E.L. TALLEY, *Don't Go Chasing Waterfalls*, cit., 3, spec. nt. 4; B. BIAN, C.A. NIGRO, Y. LI, *Conflicting Fiduciary Duties*, cit.

Sul tema dei doveri fiduciari degli amministratori al momento dell'*exit* del finanziatore, pur con particolare riferimento al settore del *private equity*, vd. altresì G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257 ss., ove precisi riferimenti e confronti tra la situazione italiana e quella statunitense.

anzitutto, proprio il progressivo atteggiamento “*sustainability-oriented*” delle istituzioni e delle associazioni operanti nel mercato potrebbero sicuramente favorire un (ri)allineamento dei loro interessi verso l’integrazione dei fattori ESG; inoltre, la prospettiva di medio-lungo periodo condivisa da entrambi coincide con l’orizzonte considerato “sostenibile”; infine, l’inclusione di questi obiettivi pare generare un ritorno in termini non solo reputazionali ma anche economici, che è certamente nell’interesse di entrambi i soggetti, con possibili impatti positivi anche e soprattutto in vista della realizzazione dell’investimento del *venture capitalist* al momento dell’*exit*.

4. *L’intervento del finanziatore nella governance della società finanziata.*

L’osservazione del modello del SAFE (*Simple Agreement for Future Equity*) importato da oltreoceano o dei diritti statutariamente assegnati ai VC di cui si è detto sopra, consente di individuare alcune clausole, perlopiù relative alla *governance* della società finanziata, che consentono agli investitori, qualora vi abbiano interesse, di indirizzare e periodicamente valutare l’implementazione di fattori di sostenibilità nell’ottica ESG all’interno dell’attività della *start up* finanziata; nella stessa prospettiva, si potrebbe guardare ad eventuali particolari condizioni previste per il momento dell’*exit*, che è, appunto, quello in cui questa tipologia di fondi mira a realizzare il proprio guadagno. Questi poteri si inquadrano nel modello della c.d. “*lender governance*” che, nel nostro ordinamento, trova specifica regolamentazione nella fattispecie dell’etero-gestione, con applicazione della disciplina della direzione e coordinamento ai sensi dell’art. 2497 ss. c.c.⁴⁴.

⁴⁴ Numerosissimi sono i contributi sul punto. Tra i più recenti, e particolarmente interessanti per il tema che qui ci occupa, vd. G. BARBARA, *Covenants e “fattispecie aggregative”*. *Contributo alla teoria del controllo e del collegamento “esterni”*, Torino, 2022 (spec. 45 ss. per una classificazione dei *covenants* che possono essere imposti dal finanziatore alla società partecipata); F. NIEDDU ARRICA, *Partecipazioni di controllo, gestione attiva delle portfolio companies e attività di direzione e coordinamento*, in *AGE*, 2021, 287 ss., con specifico riferimento agli orientamenti dei fondi di PE/VC. Vd. anche M. MOZZARELLI, *Business covenants e governo della società finanziata*, Milano, 2013, spec. 59 ss. che, raffrontando il modello italiano (ed europeo più in generale) e quello statunitense considera che, mentre nel primo i principali rimedi sono concentrati nelle norme che regolano l’abuso nell’attività di direzione e coordinamento, negli USA dette situazioni si regolano in sede di graduazione e giudizio dei doveri fiduciari degli amministratori.

Così, oltre ai diritti di informazione, anche privilegiata, e al dialogo extra-assembleare con gli amministratori su cui genericamente i fondi possono fare affidamento (vd. par. 2), i *control rights* strutturalmente attribuiti ai VC permettono loro di ingerirsi ed indirizzare alcune decisioni anche in maniera più significativa (e non solo nell'esercizio del loro "*soft power*")⁴⁵.

Un primo possibile potere di *voice* si rinviene, ovviamente, nella possibilità di nominare uno o più membri dell'organo di gestione: in quest'ottica, gli amministratori designati dal *venture capitalist* possono, tramite la partecipazione alle riunioni consiliari, accertarsi che i fattori ESG siano inclusi nell'agenda gestoria⁴⁶ oppure occuparsi in prima persona, anche in coordinamento con gli altri amministratori, di includere l'ottica della sostenibilità nelle operazioni quotidiane⁴⁷; ancora, potrebbero designare un consulente esperto dedicato, sul modello del responsabile della funzione del perseguimento del beneficio comune legislativamente previsto per la società benefit⁴⁸. I diritti di nomina potrebbero altresì riguardare, anziché un amministratore, un membro del *supervisory board*: ciò avrebbe, naturalmente, decisiva rilevanza in caso di adozione, per quanto concerne il nostro ordinamento, di un sistema dualistico in cui il consiglio di sorveglianza, ai sensi dell'art. 2409-terdecies, nomina e revoca i membri del consiglio di gestione e, se previsto dallo statuto, delibera in ordine ad operazioni strategiche⁴⁹.

Il secondo, apparentemente meno rilevante, ma assolutamente non innocuo diritto contrattuale potrebbe risiedere nella possibilità di nomina di un c.d. *observer*, ossia di un soggetto che partecipi alle riunioni del

⁴⁵ La ripartizione strutturale dei poteri di gestione così realizzata non pare potersi spingere sino a consentire al finanziatore di ingerirsi a suo piacimento nella gestione, dipendendo, di fatto, ogni operazione, da un suo *placet* M. MOZZARELLI, *Business covenants*, cit., 139.

⁴⁶ E, in caso di negligenza, addirittura arrivare a provocare la rimozione degli amministratori incaricati, indicando, per la sostituzione, soggetti con un significativo livello di esperienza in materia. Vd. T. HELLMANN, M. PURI, *Venture capital and the professionalization of start-up firms*, cit., 169 ss.

⁴⁷ D. BOGOSLAV, *Harvard and other LPs are carefully vetting VCs' ESG intentions and practices*, 23 gennaio 2023, in venturecapitaljournal.com.

⁴⁸ Il riferimento è al comma 380 dell'art. 1 della L. 208/2015. Sul punto vd. ASSONIME, Circolare n. 19 del 20 giugno 2016, *La disciplina delle società benefit*, 23, in <https://www.societabenefit.net/wp-content/uploads/2017/02/Assonime-Benefit-Corporation.pdf>; L. SALVATORE, *Le società benefit e la loro disciplina*, in *NDS*, 2017, 251 ss.

⁴⁹ Sui necessari adattamenti dei sistemi alternativi al tipo s.r.l. vd. per tutti M. SPIOTTA, *I sistemi di governance dualistico e monistico*, in *Diritto del governo delle imprese*, diretto da M. Irrera, Torino, 2020, 623 ss.

consiglio di amministrazione (senza però avere diritto di voto): la pratica nasce e trova comprensibilmente la sua maggior diffusione proprio in presenza di investitori (fondi di *venture capital* o *private equity*) che, in ragione di una loro rilevante partecipazione al capitale della società, richiedano qualche diritto in seno all'amministrazione, al posto o in aggiunta a quello di nominare un membro del consiglio stesso. Questa opzione (diritto alla nomina del solo osservatore invece di un amministratore) appare particolarmente utile nel caso di società *start up* o PMI innovative che, nelle prime fasi della loro crescita, ricevono numerosi *round* di finanziamento: è di tutta evidenza che, in contesti simili, garantire a tutti gli investitori il diritto di nomina di un membro del CdA porterebbe a *board* con un numero di componenti ingiustificatamente alto (e collegati ingiustificati costi, specie a fronte di società di dimensioni ancora relativamente ridotte). Inoltre, la nomina di un mero *observer* appare un'alternativa appetibile anche per l'investitore stesso che, da un lato, si esonera così dalla responsabilità che deriverebbe, invece, dalla carica amministrativa e, dall'altro, avendo verosimilmente in portafoglio diverse società con lo stesso *core business*, evita pure potenziali problemi di conflitti di interessi o incompatibilità, in cui potrebbe incorrere se dovesse indicare propri fiduciari per la nomina all'interno dei *board* di tutte le società partecipate. Il fondo potrebbe, quindi, dotarsi di una lista di consulenti esperti sui temi della sostenibilità, la cui partecipazione al dibattito potrebbe influenzare anche in maniera rilevante l'esito della decisione finale degli amministratori incaricati. È appena il caso di rilevare, quanto al profilo dell'*accountability* dell'osservatore nei confronti della società, che, in casi simili, il confine con la fattispecie dell'amministratore di fatto si fa assai labile: per ormai consolidata dottrina e giurisprudenza, infatti, si può qualificare un soggetto, pur non investito formalmente della carica di amministratore della società, come tale quando si provi che esso svolga o abbia svolto, in termini non occasionali o episodici, l'attività gestoria ingerendosi nella direzione dell'impresa, impartendo direttive agli amministratori o influenzandone le scelte, con la sua conseguente responsabilità in misura pari a quella degli amministratori formalmente nominati⁵⁰.

⁵⁰ Sul tema, tra i contributi più recenti, v. F. CUCCU, *L'amministratore di fatto fra sistematicità e completezza dell'esercizio di funzioni gestorie*, in *Giur. comm.*, 2022, II, 546 ss.; F. BRIZZI, *Brevi appunti sulla figura dell'amministratore di fatto e sui criteri di determinazione del danno risarcibile*,

Infine, un ultimo diritto di *voice* potenzialmente rilevante risiede nell'attribuzione di poteri di autorizzazione o di veto su determinate operazioni, precipuamente legate ai temi di sostenibilità, che potrebbe realizzarsi con l'attribuzione di un voto potenziato in quelle specifiche materie. In assenza di simili prerogative, ai finanziatori, qualora soci, potrebbe comunque spettare un diritto generale di intervento e voto nell'assemblea generale della società, ma la proposizione di mozioni o addirittura il voto contrario sulle proposte del *management* operate in queste sede sarebbero sintomo di un totale scollamento tra le parti, che ha impedito ogni precedente contatto e accordo⁵¹.

Si segnala, per completezza, che oltre a diritti di influenza diretta sul governo della società, il contratto di finanziamento potrebbe includere anche dei *covenants* con rilevanza indiretta, recanti obblighi di *compliance* rispetto a norme imperative, o anche ulteriori rispetto a quelli che la società dovrebbe adempiere in ragione della legislazione vigente: proprio il rispetto dei criteri ESG pare essere un campo di applicazione privilegiato per questa tipologia di clausole negoziali⁵².

Quanto, poi, al momento dell'*exit*, che è complementare, nel modello del VC, ai diritti di controllo propriamente detti⁵³, si rileva che le ipotesi di una dismissione anticipata tramite vendita o, ancor peggio, una richiesta di rimborso, conseguenti al mancato raggiungimento di obiettivi di sostenibilità sembra assai remota; più verosimile pare la possibilità di rinegoziazioni "punitive", con un peggioramento delle condizioni del finanziamento o un aumento dei diritti di controllo esercitati dal *venture*

in *Banca borsa e tit. cred.*, 2022, II, 349 ss.; G. BARBARA, *Fatti di amministrazione e amministratore di fatto: configurazione della fattispecie e disciplina applicabile tra legittimità e inadeguatezza degli assetti*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2022, 1345 ss.

Dello stesso avviso, con specifico riguardo al caso di un osservatore ammesso alle riunioni del *board*, appare la sentenza di una corte inglese (*Standish & Ors v. The Royal Bank of Scotland plc & Anor*, Englan and Wales High Court (Chancery division), 19 novembre 2019, reperibile all'indirizzo <https://www.casemine.com/judgement/uk/5dd623be2c94e02de8458e47>), che stabilisce che l'*observer* potrà essere considerato *shadow director* qualora si dimostri che gli amministratori formalmente nominati hanno agito seguendo una sua direttiva, anche se per altre decisioni sono stati indipendenti.

⁵¹ Vd. G. BALP, G. STRAMPELLI, *Institutional Investor ESG Engagement*, cit., 873, ove fanno a loro volta riferimento in nt. 27 alle indicazioni del Codice di *Stewardship* della *European Fund and Asset Management Association*.

⁵² Contempla questa ipotesi G. BARBARA, *Covenants e "fattispecie aggregative"*, cit., 54.

⁵³ Tantochè ci si riferisce al momento del disinvestimento "punitivo" come a quello in cui gli investitori are "*voting with their feet*".

capitalist. Infine, il sistema dello *stage financing* risulta particolarmente indicato ad ancorare nuove iniezioni di liquidità al raggiungimento degli obiettivi (c.d. *milestones*) che il finanziatore decide di valorizzare.

Un interessante studio empirico, in questo quadro, testa l'utilizzo dei descritti meccanismi da parte degli investitori proprio ai fini dell'indirizzo della società finanziata verso la sostenibilità: in un confronto operato con i fondi di *private equity*, i risultati mostrano che questi includono i fattori ESG nelle proprie strategie di investimento in maniera più consistente rispetto ai VC, e lo stesso vale per diritti di *voice* e *exit*⁵⁴. Ciò è coerente con la letteratura che vede investitori più orientati nel lungo termine, partecipando a società già stabili, essere anche maggiormente propensi all'attenzione alla sostenibilità⁵⁵. Naturalmente, ciò varrà, poi, con differente intensità a seconda che le *policy* del fondo mirino all'investimento in società genericamente sensibili o propense all'attenzione ai fattori ESG, oppure in imprese il cui *core business* sia esso stesso lo sviluppo di un progetto sostenibile (ad esempio nel campo delle energie rinnovabili): gli obiettivi attesi dal finanziatore potranno essere garantiti tramite *post-completion covenants* che, nel primo caso, imporranno tendenzialmente la sola mitigazione e rettifica di rischi e questioni ESG identificate durante la *due diligence* preliminare all'investimento, mentre nel secondo caso si farà più probabilmente uso di *covenant* affermativi relativi al raggiungimento di traguardi predeterminati sulla base di una valutazione dell'effettivo impatto positivo nel campo imprenditoriale prescelto.

⁵⁴ J.A. MCCAHERY, P.C. PUDSCHEDL, M. STEINDL, *Institutional Investors*, cit., 4.

⁵⁵ L. STARKS, P. VENKAT, Q. ZHU, *Corporate ESG Profiles and Investor Horizons*, in <https://ssrn.com/abstract=3049943>.